



ΔΠΜΣ: Νέα Επιχειρηματικότητα, Καινοτομία και Ανάπτυξη

Τμήμα Μηχανικών Χωροταξίας, Πολεοδομίας και Περιφερειακής

Ανάπτυξης, Πανεπιστημίου Θεσσαλίας

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

Η εταιρική διακυβέρνηση στο Ηνωμένο Βασίλειο

Φοιτητής: Βαΐου Γεράσιμος του Μιχαήλ

Επιβλέπων: Δρ. Γιώργος Ιατρίδης, Αναπληρωτής Καθηγητής ΤΟΕ

Βόλος, Ιούνιος 2018

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση εκφράζει μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις σε σχέση με την εξουσία και τους τρόπους άσκησης της, έχοντας σαν στόχο την διασφάλιση της κυριότητας και της εντιμότητας της επιχείρησης, αλλά και την προώθηση της αποτελεσματικότητας και της ανάπτυξης των εργασιών της επιχείρησης, οδηγώντας την προς την κερδοφορία.

Μέσω αυτής της πτυχιακής, θα γίνει προσπάθεια να παρουσιαστεί το θεωρητικό υπόβαθρο πίσω από τον όρο της εταιρικής διακυβέρνησης, το θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των ελληνικών επιχειρήσεων, καθώς και η εκπόνηση σχετικής έρευνας στις 50 μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, με στόχο την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων σχετικά με τις παραμέτρους της εταιρικής διακυβέρνησης που χρίζουν περαιτέρω βελτίωσης από τις ελληνικές επιχειρήσεις.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ

Εταιρική διακυβέρνηση, Δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης, Δείκτης Διοικητικού Συμβουλίου, Δείκτης Επιτροπής Ελέγχου, Συσχέτιση εταιρικής διακυβέρνησης με οικονομικά μεγέθη, Ηνωμένο Βασίλειο

ABSTRACT

Corporate governance is a philosophy and reflects the perceptions in relation to the power and ways of exercise, having as objective to ensure the ownership and the reputation of the business, but also to promote efficiency and growth of business, leading to profitability

Through this dissertation, an attempt will be made to present the theoretical background behind the term of corporate governance, the institutional and legislative framework governing the operation of Greek enterprises, as well as the research of the 50 largest companies listed on the London Stock Exchange, with the aim of drawing useful conclusions about corporate governance parameters that require further improvement from Greek businesses.

KEYWORDS

Corporate Governance, Corporate Governance Index, Board Index, Audit Committee Index, Correlation of Corporate Governance with Financial Fundamentals, United Kingdom

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ABSTRACT	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	7
1.2. Αναγκαιότητα Διπλωματικής Εργασίας	7
1.3. Σκοπός Διπλωματικής Εργασίας	8
1.4. Διάρθρωση Διπλωματικής Εργασίας	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	9
2.1. Εισαγωγή - Ιστορική αναδρομή	9
2.2. Ορισμός - Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης	10
2.3. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης	11
2.4. Βασικές θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης	12
2.4.1. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory).	13
2.4.2. Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory).	14
2.4.3. Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας (Stewardship Theory).	15
2.4.4. Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory).....	15
2.5. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	16
2.5.1. Αγγλοσαξονικό σύστημα	16
2.5.2. Ευρωπαϊκό - Ηπειρώτικο Σύστημα.....	17
2.5.3. Ιαπωνικό Σύστημα	17
2.6. Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα	19
2.7. Το Θεσμικό και Νομοθετικό Πλαίσιο για την Εταιρική Διακυβέρνηση.....	20
2.7.1. Νόμοι	22
2.7.2. Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης	24
2.8. Πλεονεκτήματα από την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης	27
2.9. Τα «κλειδιά» της εταιρικής διακυβέρνησης.....	29

2.9.1. Εισαγωγή.....	29
2.9.2. Διοικητική Δομή	29
2.9.3. Διοικητικό Συμβούλιο (της ΑΕ)	30
2.9.4. Ανεξάρτητα μέλη & Διαχωρισμός ρόλων	32
2.9.5. Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας.....	34
2.9.6. Οργάνωση Εσωτερικού Ελέγχου	35
2.9.7. Δικαιώματα Ψήφου.....	36
2.9.8. Αμυντικές πρακτικές κατά της εξαγοράς.....	38
2.9.9. Λογιστικά συστήματα & Αμοιβές στελεχών	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΡΕΥΝΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΚΟΡΥΦΑΙΕΣ 50 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΗΝΩΜΕΝΟΥ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ	39
3.1. Σκοπός της έρευνας	39
3.2. Δείγμα της έρευνας.....	39
3.3. Παρουσίαση «επιλεγμένων δεικτών» εταιρικής διακυβέρνησης.....	40
3.4. Παρουσίαση οικονομικών δεικτών	42
3.5. Μεθοδολογία έρευνας	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	46
4.1. Σχέση ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και ποιοτικών χαρακτηριστικών	46
4.2. Σχέση ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και οικονομικής απόδοσης των εταιρειών.....	49
4.3. Σύγκριση ευρημάτων μεταξύ ερευνών ελληνικών εταιρειών	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	55
5.1 Συμπεράσματα.....	55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	57
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....	64
Πίνακας 1 Στοιχεία Εταιρικής Διακυβέρνησης 50 μεγαλύτερων επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο	
Πίνακας 2 Οικονομικά Στοιχεία των δύο τελευταίων ετών από τις 50 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο	
Πίνακας 3 Διαφορά των 25 πρώτων και των 25 τελευταίων βάσει του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης	

Πίνακας 4 Διαφορά των στοιχείων του 2017 με το 2016

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ..... 73

Πίνακας 5 Σχέση ιδιοκτησίας – διαχείρισης

Πίνακας 6 Ποσοστό μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο

Πίνακας 7 Big 4 - Μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες

Πίνακας 8 Αριθμός εταιρειών σε σχέση με το μέσο όρο του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πίνακας 9 Μέγεθος Επιτροπής Ελέγχου

Πίνακας 10 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου

Πίνακας 11 Αριθμός συναντήσεων Διοικητικού Συμβουλίου

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ 75

Γράφημα 1 Αριθμός εταιρειών σε σχέση με το μέσο όρο του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Γράφημα 2 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου

Γράφημα 3 Ποσοστό μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο

Γράφημα 4 Αριθμός Συνελεύσεων Διοικητικού Συμβουλίου

Γράφημα 5 Μέγεθος Επιτροπής Ελέγχου

Γράφημα 6 Ποσοστό ατόμων στην Επιτροπή Ελέγχου με γνώσεις Ελεγκτικής και Λογιστικής

Γράφημα 7 Αριθμός ατόμων στην Επιτροπή Ελέγχου με γνώσεις Ελεγκτικής και Λογιστικής

Γράφημα 8 Αριθμός Συναντήσεων Επιτροπής Ελέγχου

Γράφημα 9 Αριθμός CEO με βάση το BONUS προς Market Value της εταιρείας

Γράφημα 10 Αριθμός εταιρειών που εμπιστεύονται μια εκ των 4 μεγαλύτερων ελεγκτικών εταιρειών (Big 4)

Γράφημα 11 Πίνακας προστασίας επενδυτών της Παγκόσμιας Τράπεζας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Στην Ευρώπη κατά τα τελευταία 25 χρόνια διαδόθηκε πολύ ο θεσμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης στηρίζονται στην αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης» (comply or explain) και σε συνάρτηση με τους κατά κράτος νόμους περί εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν το κυρίαρχο εργαλείο για τη μακροπρόθεσμη επιτυχία μιας εταιρείας. Πολλές εταιρείες όμως δεν έχουν ακόμη κατανοήσει την αναγκαιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης και αντιμετωπίζουν την εφαρμογή του Κώδικα ως απλή άσκηση συμμόρφωσης και όχι ως μια διαδικασία που προσδίδει αξία στην επιχείρηση.

1.2. Αναγκαιότητα Διπλωματικής Εργασίας

Πολλοί πιστεύουν ότι μόνο εισηγμένες επιχειρήσεις ή μεγάλες, εδραιωμένες εταιρείες με πολλούς μετόχους πρέπει να ανησυχούν ή να επωφεληθούν από την εφαρμογή πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης. Η πραγματικότητα είναι ότι όλες οι επιχειρήσεις - μεγάλες και μικρές, ιδιωτικές και εισηγμένες, στα πρώτα στάδιά τους ή καλά εδραιωμένες - ανταγωνίζονται σε ένα περιβάλλον όπου η καλή διακυβέρνηση αποτελεί επιτακτική ανάγκη για την καλή πορεία της επιχείρησης. Η ίδια ακριβώς εφαρμογή δεν ταιριάζει σε όλες τις επιχειρήσεις, αλλά οι ορθές πρακτικές διακυβέρνησης θα επηρεάσουν θετικά την απόδοση και τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα κάθε εταιρείας.

Κάποιοι πιστεύουν ότι η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι μόνο καλή στη θεωρία, ότι δεν επηρεάζει ουσιαστικά την απόδοση της εταιρείας, ότι έχει ψηλό κόστος υλοποίησης, προσθέτει στη γραφειοκρατία της εταιρείας (πιο αργή λήψη αποφάσεων) και δε μπορεί να προσαρμοστεί σε όλα τα μεγέθη εταιρειών ή σε όλα τα στάδια ανάπτυξής τους (Cheffins, 2009). Στην πραγματικότητα όμως οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται σε ένα περιβάλλον όπου η σωστή Εταιρική Διακυβέρνηση είναι αναγκαία σε σχέση με τη συγκέντρωση κεφαλαίου, την προσέλκυση και διατήρηση ταλαντούχων, ειδικευμένων διευθυντών, την ικανοποίηση των απαιτήσεων και προσδοκιών των μετόχων και για την προετοιμασία πιθανής εξαγοράς ή της επόμενης φάσης ανάπτυξης.

Στο «καινούργιο» αυτό ανταγωνιστικό περιβάλλον οι επιχειρήσεις καλούνται να αναγνωρίσουν τα θετικά στοιχεία που προκύπτουν από την εφαρμογή των συστημάτων

εταιρικής διακυβέρνησης και να αναπροσαρμόσουν τις εσωτερικές και εξωτερικές τους διαδικασίες με στόχο την βελτίωση της «εικόνας» και της «αποδοτικότητας» τους.

1.3. Σκοπός Διπλωματικής Εργασίας

Σκοπός της εν λόγω διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη της σχέσης της ποιοτικής εταιρικής διακυβέρνησης με την μακροπρόθεσμη επιτυχία της εταιρείας. Το δείγμα των εταιρειών προέρχεται από την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου που έχει υιοθετήσει τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης περίπου μια δεκαετία πριν την ελληνική αγορά. Παράλληλα, θα γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων με αντίστοιχες μελέτες της ελληνικής αγοράς, προκειμένου να διαπιστωθεί αν τα αποτελέσματα συμφωνούν και πως θα μπορούσε να βελτιωθεί η εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.

1.4. Διάρθρωση Διπλωματικής Εργασίας

Η διπλωματική εργασία απαρτίζεται από πέντε (5) κεφάλαια. Στο **πρώτο** κεφάλαιο γίνονται κάποιες εισαγωγικές παρατηρήσεις. Αναλύεται η αναγκαιότητα της διπλωματικής εργασίας και ο βασικός σκοπός της. Τέλος γίνεται μια σύντομη αναφορά της διάρθρωσης των κεφαλαίων της διπλωματικής εργασίας.

Στο **δεύτερο** κεφάλαιο ακολουθεί μια βιβλιογραφική ανασκόπηση της εξέλιξης της εταιρικής διακυβέρνησης τα τελευταία τριάντα χρόνια καθώς και μια καταγραφή του νομοθετικού και θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα.

Το εμπειρικό μέρος της εργασίας ξεκινάει από το **τρίτο** κεφάλαιο. Σε αυτό το κεφάλαιο ακολουθεί η έρευνα σχετικά με την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στις 50 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Αναλύεται ο σκοπός και το δείγμα της έρευνας και παρουσιάζονται οι επιλεγμένοι οικονομικοί δείκτες και οι δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη συνέχεια, στο **τέταρτο** κεφάλαιο παρουσιάζουμε τα ευρήματα της έρευνας απαντώντας σε δύο κύρια ερωτήματα:

1. Πως σχετίζεται η συνολική ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης με τα επί μέρους ποιοτικά χαρακτηριστικά της.
2. Ποια είναι η σχέση της Εταιρικής Διακυβέρνησης μιας εταιρείας με την οικονομική της απόδοση.

Στο **πέμπτο** και τελευταίο κεφάλαιο της διπλωματικής παρατίθενται συνοπτικά τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας. Το εν λόγω κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παράθεση των βασικών περιορισμών συγγραφής της διπλωματικής και των προτάσεων για διενέργεια μελλοντικής έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

2.1. Εισαγωγή - Ιστορική αναδρομή

Ως και τις αρχές του 20^ο αιώνα, ο ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης ήταν θέμα άγνωστο στο μεγαλύτερο μέρος των ελληνικών επιχειρήσεων. Η πρώτη της εμφάνιση παρατηρείται στις αγγλοσαξωνικές χώρες και γίνεται πιο έντονη με την ανάπτυξη του καπιταλισμού. Ο θεσμός της εταιρικής διακυβέρνησης μετά από μια περίοδο δυσπιστίας και οικονομικής ύφεσης άρχισε να θεωρείται αναγκαίος για την αποφυγή σκανδάλων και χρεοκοπιών σε μεγάλες εταιρίες. Έτσι από το 1970 και εντεύθεν η εταιρική διακυβέρνηση αρχίζει να εισχωρεί στον κόσμο των επιχειρήσεων, μετά από μια σειρά πτωχεύσεων και οικονομικών σκανδάλων σε πολυμετοχικές εταιρίες με άμεσο αντίκτυπο στο χρηματιστήριο.

Ο διαχωρισμός της κυριότητας και του ελέγχου κατέχει τον πρωταρχικό ρόλο στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης. Πρώτοι κατέληξαν σε αυτό το διαχωρισμό οι Berle και Means, οι οποίοι διαχώρισαν τα καθήκοντα του ελέγχου και της κυριότητας, αλλά και έφεραν στο προσκήνιο την διαφορά των συμφερόντων αυτών των δύο φορέων, ούτως ώστε να αντικρούονται τα συμφέροντα αυτών¹.

Η θεωρία της διάκρισης της κυριότητας και του ελέγχου ήταν το κύριο μέλημα σε μία εταιρία. Η πράξη της όμως, επέφερε δυσκολίες καθότι η ελλειπής μόρφωση των μετόχων επικεντρώθηκε στο διαχωρισμό της κυριότητας από τον έλεγχο της εταιρείας. Λόγω της έλλειψης γνώσεων των μετόχων και την παράλληλη επένδυση σε πολλές εταιρείες, έφερε ως αποτέλεσμα την πρόσληψη ανθρώπων με εξειδικευμένες γνώσεις που θα είχαν τον έλεγχο της εταιρείας. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης μεταβάλλεται και προσαρμόζεται ως προς τις τρέχουσες συνθήκες συνεχώς (Μούζουλας, 2003, σελ. 10).

Η επικέντρωση στο διαχωρισμό αυτό θέσπισε κανόνες διαφάνειας που οδήγησαν στην εμφάνιση της εταιρικής διακυβέρνησης (Μούζουλας, 2003, σελ.12). Έτσι, με αυτό τον τρόπο περιορίστηκε η εξουσία στους μετόχους από τη διοίκηση κάθε εταιρείας, παρόλο που κατείχαν

¹ Μούζουλας Σ., 2003, σελ. 21-22, «Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)»

την κυριότητά της. Αντίστοιχα, το διοικητικό συμβούλιο, δηλαδή οι φορείς του ελέγχου, είχαν στα χέρια τους όλη την εξουσία χωρίς καμιά δικαιοδοσία στην κυριότητα (Berle, 1959). Η διάσπαση των μετοχών σε μικρότερα μερίδια είχε το αποτέλεσμα αυτό.

Προς το τέλος της δεκαετίας του '90 άρχισε να εμφανίζεται ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα. Το καλωσόρισμα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην Ελλάδα, η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών ήταν άμεση και συγχρόνως θεωρήθηκε αναγκαίο ένα θεσμικό πλαίσιο που θα ήταν ισάξιο με τους ευρωπαϊκούς θεσμούς ως προς την εταιρική διακυβέρνηση. Οι ελληνικές επιχειρήσεις στην αρχή δε μπορούσαν να ακολουθήσουν πλήρως τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης λόγω κυρίως του υψηλού λειτουργικού κόστους. Με τον ερχομό όμως της πτώσης του ελληνικού χρηματιστηρίου μετά από το 2000, ανάγκασε την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, την κυβέρνηση και τους πολιτικούς, να λάβουν υποχρεωτικά νομοθετικά μέτρα ως προς την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης (Εμμανουηλίδης, 2009). Για να καλυφθούν οι ανάγκες του επενδυτικού κοινού και να βελτιωθούν οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργήθηκε ο νόμος 3016/ 17-05-2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης.

Παρόλες τις προσπάθειες για τη σωστή εφαρμογή του νόμου περί εταιρικής διακυβέρνησης, ένα μεγάλο ποσοστό μεγαλομετόχων διαφόρων εταιρειών, αδιαφορούσε για το όφελος που θα καρπώνονταν οι εταιρείες με τις σωστές πρακτικές ως προς τη λειτουργία της εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και τις σχέσεις των μετόχων με τις εποπτικές αρχές, ώστε να αρκούνται στις βασικές αρχές της νομοθεσίας.

Όμως οι αλλαγές στη νομοθεσία το 2010, ώθησαν τις διοικήσεις να ενεργήσουν αναγκαστικά, να επανεξετάσουν σχετικά θέματα και να προσαρμοστούν στα νέα μέτρα. Βέβαια, δεν έλειψαν και οι επιχειρήσεις που στηρίχτηκαν στα καινούρια δεδομένα για ανάπτυξη και ευημερία των εταιρειών τους.

2.2. Ορισμός - Στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης

Με τον όρο «Εταιρική Διακυβέρνηση» εννοούμε ένα ευρύ φάσμα εννοιών και μία φιλοσοφία που ανάλογα σε ποιους απευθύνεται λειτουργεί υποστηρικτικά ως προς αυτούς. Ένας ευρέως αποδεκτός ορισμός θα μπορούσε να είναι ο παρακάτω:

«Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο αρχών και κανόνων με βάση τους οποίους διοικείται, παρακολουθείται και ελέγχεται η επιχείρηση και οι οποίοι έχουν ως σκοπό να διασφαλίζουν την αποδοτική λειτουργία της και τα συμφέροντα των μετόχων και όλων όσων

έχουν έννομο συμφέρον από τη λειτουργία της (μέτοχοι, Διοικητικό συμβούλιο, διοίκηση, προμηθευτές πελάτες, εργαζόμενοι, κοινωνία κτλ)» (Φλώρου, 2006, σελ. 23).

Εννοιολογικά «εταιρική διακυβέρνηση» είναι ο τρόπος με τον οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρείες. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), η εταιρική διακυβέρνηση αφορά το σύνολο των ενδιαφερομένων μελών μιας εταιρείας (διοίκηση της εταιρείας, Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ), τους μετόχους της και άλλων) και των μεταξύ τους σχέσεων για την ορθή λειτουργία της, την ανάπτυξή της, τους στόχους της, καθώς και τους κινδύνους που εγκυμονούν στο σύστημα διαχείρισης, απόδοσης και εφαρμογής των κανόνων μιας εταιρείας.

Επιγραμματικά οι στόχοι της εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με θεωρίες είναι οι παρακάτω:

- Η πειθαρχία. Η προσδοκώμενη αμοιβή των στελεχών δεν είναι ανεξέλεγκτη αλλά συνδέεται με την αξία των μετοχών.
- Η διαφάνεια. Η επιχείρηση δημοσιοποιεί μία σειρά στοιχείων στην ετήσια έκθεσή της, μέσω της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.
- Η ανεξαρτησία. Ο πρόεδρος να είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ενώ επιβάλλεται η παρουσία αρκετών ανεξάρτητων ή μη εκτελεστικών στελεχών. Τέλος, είναι αναγκαία η παρουσία μίας ανεξάρτητης ελεγκτικής εταιρείας.
- Η λογοδοσία. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα μέλη της επιτροπής διοίκησης ελέγχονται και λογοδοτούν το ένα στο άλλο αφού είναι διαφορετικά.
- Η ευθύνη. Υπάρχουν μηχανισμοί επιβολής ποινών σε περίπτωσης κακής διαχείρισης και κατάχρησης.
- Η αμεροληψία. Εύκολη διαδικασία διεξαγωγής των ψηφοφοριών με δικαίωμα των μετόχων για σύγκλιση Γενικής Συνέλευσης.
- Η κοινωνική συνειδητοποίηση. Η επιχείρηση είναι περιβαλλοντικά συνειδητοποιημένη².

2.3. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το 1999, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υιοθέτησε τις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα Οδηγίες για τον Ανταγωνιστικό Μετασχηματισμό της», γνωστή και ως «Γαλάζια

² Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 28, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

Βίβλο», με πρότυπο τις Αρχές του ΟΟΣΑ (Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη).

Σε παγκόσμιο επίπεδο, οι αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης έπρεπε να διασφαλίσουν τη σωστή εφαρμογή της μεταξύ των χωρών ως προς τη νομοθεσία και την ορθή ρύθμισή της.

Το 2004, λόγω αξιοσημείων εξελίξεων στον επιχειρηματικό κόσμο, ο ΟΟΣΑ δημοσίευσε τις αναθεωρημένες αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες περιλάμβαναν τα παρακάτω:

- Την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και τις βασικές λειτουργίες της ιδιοκτησίας της επιχείρησης.
- Την διασφάλιση της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων.
- Την αναγνώριση των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων και την ενθάρρυνση της ενεργής συνεργασίας μεταξύ των επιχειρήσεων και των συμμετεχόντων.
- Την διασφάλιση της έγκαιρης και της ακριβούς γνωστοποίησης για όλα τα ουσιαστικά θέματα τα οποία αφορούν την επιχείρηση.
- Την διασφάλιση της στρατηγικής καθοδήγησης της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο και την υποχρέωση λογοδοσίας του Συμβουλίου απέναντι στην επιχείρηση και στους μετόχους³.

Στις γενικές αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που συνέταξε ο ΣΕΒ (Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών) δεν αναφέρεται σε κανένα σημείο η ίση μεταχείριση των μετόχων αλλά και τα νόμιμα δικαιώματα, τόσο των φορέων που συνδέονται με την επιχείρηση, όσο και των μετόχων. Ακόμη δεν υπήρχε καμία αναφορά σε θέματα σχετικά με το Διοικητικό Συμβούλιο.

2.4. Βασικές θεωρίες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική Διακυβέρνηση βασίζεται σε τέσσερις βασικές θεωρίες:

- Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory).
- Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory).
- Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας (Stewardship Theory).
- Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory)⁴.

³ Παλαιολόγος Α., 2013, σελ. 120-121, «Η Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών»

⁴ Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 50, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

2.4.1. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης (Agency Theory).

Οι Berle και Means, ήταν οι πρώτοι που έθεσαν τη βάση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης (Agency Theory) η οποία εδραιώθηκε στη σύγχρονη εποχή καθώς μελέτησαν τη δυνατότητα διαχωρισμού μεταξύ της ιδιοκτησίας και της εποπτείας μιας επιχείρησης.

Οι μέτοχοι πλέον προτιμούν να αναθέσουν τη διοίκηση της εταιρείας σε επαγγελματίες, πιο ικανούς να διοικήσουν καθώς διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις και δεξιότητες και τον απαιτούμενο χρόνο να διαθέσουν (Μπακιρτζάκη, 2010). Οι επαγγελματίες αντιπρόσωποι δρουν ως παρένθετο πρόσωπο ανάμεσα στο μέτοχο και την εταιρεία αναλαμβάνοντας την ευθύνη της διοίκησης τόσο ως προς το ενεργητικό της επιχείρησης όσο και ως προς το ανθρώπινο δυναμικό της. Η νέα αυτή μορφή διακυβέρνησης της επιχείρησης καθιστά απαραίτητη τη διεξαγωγή ελέγχων για την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητά της (Fama and Jensen, 1983).

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα στοιχεία.

Ως προς τα εμπλεκόμενα πρόσωπα, είτε είναι οι ιδιοκτήτες/εντολείς είτε οι αντιπρόσωποι

- Η σχέση μεταξύ τους καθορίζεται από μηχανισμούς και συμβόλαια που είναι ρητά καθορισμένα και νομικώς δεσμευτικά.
- Η σχέση τους βασίζεται σε καθαρά οικονομικά κίνητρα και επομένως οι πράξεις τους ορίζονται από οικονομικά ορθολογική και προβλέψιμη συμπεριφορά με μοναδικό σκοπό το ίδιο συμφέρον.
- Λειτουργούν με συνεχώς μεταβαλλόμενη συμπεριφορά προασπίζοντας αποκλειστικά και μόνο καιροσκοπικά συμφέροντα.
- Καταφεύγουν σε συντηρητική διαχείριση για την αποφυγή πιθανών κινδύνων

Ως προς την οργάνωση έχουμε:

- Πολλές φορές οι στόχοι των ιδιοκτητών δε συγκλίνουν με αυτούς των αντιπροσώπων.
- Οι σχέσεις των ενδιαφερόμενων μερών κρίνεται μέσα από το πρίσμα της αποτελεσματικότητας καθιστώντας εύθραυστη την μεταξύ τους ισορροπία. Η μέτρηση της αποτελεσματικότητας γίνεται είτε με ποσοτικά κριτήρια είτε με ποιοτικά.

- Η πληροφόρηση ανάμεσα στα ενδιαφερόμενα μέρη δεν είναι πάντα επαρκής και ομοιόμορφη⁵.

2.4.2. Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory).

Η θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory) δεν ασχολείται αποκλειστικά με οικονομικά κριτήρια αλλά και με το άμεσο και έμμεσο περιβάλλον της επιχείρησης. Το περιβάλλον αλληλεπιδρά με την επιχείρηση και έχει ενδιαφέρον από τις δραστηριότητες της. Υπάρχουν πολλοί άμεσα ενδιαφερόμενοι σε μία επιχείρηση, όπως οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι δανειστές-πιστωτές (τράπεζες). Έμμεσα ενδιαφερόμενοι είναι το Κράτος, οι τοπικές κοινωνίες στις οποίες δραστηριοποιείται μία επιχείρηση, οι ομάδες πίεσης (ακτιβιστές, διαδηλωτές, κ.α.) Η Θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών βοηθάει την επιχείρηση να λάβει υπόψη της όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (τόσο άμεσα όσο και έμμεσα) και να ξεκινήσει μία ουσιαστική διαδικασία διαλόγου πριν καθορίσει το πρόγραμμα δράσης της όσον αφορά την εταιρική κοινωνική της ευθύνη (Freeman & Moutchnik 2013).

Η ανάγκη διαμόρφωσης της θεωρίας των ενδιαφερόμενων μερών (Stakeholder Theory) προήλθε από την αναγνώριση της σημαντικότητας των επιρροών, της δύναμης και της αλληλεξάρτησης μιας επιχείρησης από το εσωτερικό και εξωτερικό της περιβάλλον. Αν μία επιχείρηση αγνοήσει αυτές τις αλληλεξαρτήσεις, είναι πολύ πιθανόν να εμφανιστούν αδυναμίες και απειλές.

Με την διεύρυνση του ορισμού των ενδιαφερόμενων μερών, περιπλέκεται η ανάλυση και εμφανίζονται προβλήματα κατά τον σχεδιασμό του συστήματος της εταιρικής διακυβέρνησης και της στρατηγικής του εφαρμογής.

Οι Franks και Mayer προσδιόρισαν τα εσωτερικά και τα εξωτερικά ενδιαφερόμενα μέρη, δίνοντας απάντηση στο ζήτημα για το ποια ενδιαφερόμενα μέρη έχουν δικαίωμα απαίτησης της συμμετοχής τους στην διοίκηση ή της επίδρασης στην διαμόρφωση των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης. Ανάλογα με την επίδραση που έχουν τα ενδιαφερόμενα μέρη, οι Franks και Mayer ταξινόμησαν αντίστοιχα τα συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης.

⁵ Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 50-51, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

Συνήθως, τα εξωτερικά συστήματα ταυτίζονται με το αγγλοσαξονικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και τα εσωτερικά συστήματα με το ηπειρωτικό ευρωπαϊκό σύστημα⁶.

2.4.3. Η θεωρία της επιτροπείας - επιμελητείας (Stewardship Theory).

Οι παραπάνω θεωρίες και ειδικότερα η θεωρία αντιπροσώπευσης έχει ως κύριο χαρακτηριστικό τους το ατομικό συμφέρον των ιδιοκτητών ή των αντιπροσώπων. Σύμφωνα όμως με τους Donaldson και Davis (1991) και Davis et al. (1997), η θεωρία της επιτροπείας έχει σημαντικές διαφορές με τη θεωρία αντιπροσώπευσης. Η σημαντικότερη διαφορά είναι ότι αναγνωρίζει κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών πέρα από το οικονομικό. Στη θεωρία της επιτροπείας (Stewardship theory), που αναπτύχθηκε πρώτα από τους Donaldson and Davis (1991), οι διαχειριστές επιδιώκουν να ικανοποιήσουν και να επιτύχουν μη οικονομικούς σκοπούς όπως το να ικανοποιήσουν την αίσθηση του καθήκοντος, να έχουν μια καλή φήμη, μια καλή δουλειά, ένα αίσθημα ικανοποίησης από το έργο και τη δουλειά που επιτελούν και υιοθετούν αλτρουιστικές συμπεριφορές. Έτσι οι διευθυντές είναι αποτελεσματικότεροι στη δουλειά τους, με συνέπεια να μεγιστοποιούνται τα κέρδη των επιχειρήσεων και να επιτυγχάνουν μια ικανοποιητική απόδοση για τους μετόχους. Σύμφωνα με τους Dulewicz και Herbert (2004), η θεωρία της επιτροπείας υπονοεί ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των στελεχών - αντιπροσώπων και των ιδιοκτητών - εντολέων και για να είναι επιτυχής μια οργάνωση απαιτείται μια δομή στην οποία ο συντονισμός μπορεί να γίνει περισσότερο αποδοτικός. Σύμφωνα με τους Donaldson and Davis (1991), στη θεωρία της επιτροπείας, οι διαχειριστές είναι καλοί επίτροποι των εταιριών και με επιμέλεια εργάζονται να επιτύχουν υψηλά επίπεδα εταιρικών κερδών και αποδόσεις για τους μετόχους⁷.

2.4.4. Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory)

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory) σε αντίθεση με τη θεωρία των ενδιαφερόμενων μερών θέτει το κέντρο βάρους στα στελέχη της επιχείρησης.

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία οι οργανωσιακές δομές, οι δομές μεταβίβασης της εξουσίας, του ελέγχου και της εποπτείας έχουν χάσει τη δύναμή τους ή έχουν μειωμένη αποδοτικότητα (Mace 1971).

⁶ Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 69-70, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

⁷ Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 79-80, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

Η θεωρία της ηγεμονίας διατυπώνει μία πολύ ισχυρή σύγκρουση μεταξύ δύο βασικών θεωριών της εταιρικής διακυβέρνησης, της θεωρία της αντιπροσώπευσης και των ενδιαφερόμενων μερών. Επίσης, αναπτύχθηκε σε μια εποχή που υποστηριζόταν έντονα η θεωρία της αντιπροσώπευσης. Τέλος, δέχθηκε κριτική επειδή παρουσιάζει πολλές ομοιότητες με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Για τους λόγους αυτούς δεν ευόδωσε ειδικά αφού εστίαζε περισσότερο στα αποτελέσματα των σχέσεων παρά στις ίδιες τις σχέσεις⁸.

2.5. Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Υπάρχουν αρκετά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που παρουσιάζουν όμως αρκετές ομοιότητες μεταξύ τους. Συνήθως διακρίνουμε τρία κύρια συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βάσει των ιδιαιτεροτήτων τους παρουσιάζουν ουσιαστικές διαφορές, αυτά είναι:

2.5.1. Αγγλοσαξονικό σύστημα

Το Αγγλοσαξονικό σύστημα συναντάται κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα βασικά χαρακτηριστικά του είναι η πολυδιάσπαση - διάχυση των μετοχικών μεριδίων και η αυξημένη κινητικότητα των μετόχων, τα περισσότερα δικαιώματα των επενδυτών μέσω του επιχειρησιακού νόμου, η προστασία των δικαιωμάτων μειοψηφίας και οι μεγάλη απαίτηση για γνωστοποίηση και διαφάνεια όλων των εταιρικών συναλλαγών και πεπραγμένων (Nestor & Thompson 2000). Στο αγγλοσαξονικό σύστημα έχουμε συχνές αγοραπωλησίες μετοχών και οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο. Μάλιστα ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές επιχειρούν να συνετίσουν τα διοικητικά συμβούλια είναι με την πώληση μετοχών. Οι κεφαλαιαγορές είναι πολύ ρευστές και υπάρχει μια ανεπτυγμένη αγορά για τον εταιρικό έλεγχο και την αγορά εξαγορών και συγχωνεύσεων. Το σύστημα στηρίζεται στην αγορά κεφαλαίου και είναι θεσμοθετημένο με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξάνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών που δεν έχουν τον έλεγχο. Η παροχή πληροφοριών είναι αρκετά καλή και πλήρης προς όλους τους επενδυτές. Στο αγγλοσαξονικό σύστημα υπάρχουν δύο πηγές χρηματοδότησης, ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός και η χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων.

⁸ Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, σελ. 82, «Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία»

2.5.2. Ευρωπαϊκό - Ηπειρώτικο Σύστημα

Το Ευρωπαϊκό-Ηπειρωτικό σύστημα παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες με το αγγλοσαξωνικό σύστημα. Το σύστημα της Ηπειρωτικής Ευρώπης, χαρακτηρίζεται από τα ακόλουθα γνωρίσματα:

1. Πολλές φορές οι κύριοι μέτοχοι ανήκουν στα μέλη των ιδρυτικών οικογενειών και έτσι συχνά η διάσπαση αυτών των μετοχικών μεριδίων γίνεται από γενιά σε γενιά.
2. Ο έλεγχος και συχνά η διοίκηση ασκείται από τους κύριους μετόχους.
3. Το Διοικητικό Συμβούλιο ελέγχεται από εσωτερικά ή εξωτερικά μέλη που συνδέονται με τους κύριους μετόχους.
4. Οι κεφαλαιαγορές είναι σχετικά μη ρευστές και έχουν περιορισμένη ικανότητα ελέγχου.
5. Υπάρχουν άτυπα - μη ρητά συμβόλαια και στενές προσωπικές σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ των στελεχών και διοίκησης.
6. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διατηρούν μακροχρόνιες σχέσεις δανειστή - δανειζόμενου και κατοχής μετοχών με τις εταιρίες. Οι τράπεζες παίζουν σημαντικό ρόλο στην Εταιρική Διακυβέρνηση λόγω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο στις εξουσιοδοτήσεις που τους δίνονται από μικρούς επενδυτές και από τη θέση των τραπεζιτών στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών.
7. Η αγορά δεν είναι τόσο αναπτυγμένη ως προς τον έλεγχό της, έτσι τα στελέχη δεν αντιμετωπίζουν εχθρικές εξαγορές, καθώς αυτές δεν είναι συχνά δυνατές λόγω συγκέντρωσης μετοχικών μεριδίων σε μικρό αριθμό μετόχων.
8. Οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν μικρότερο ρόλο σε σχέση με τις Αγγλοσαξονικές χώρες. Οι θεσμικοί επενδυτές ενισχύουν τα μετοχικά τους μερίδια και συνεπώς τον ρόλο τους στο εταιρικό περιβάλλον των χωρών της Ηπειρωτικής Ευρώπης (Τσακλάγκανος, 2015).

2.5.3. Ιαπωνικό Σύστημα

Οι ιδιομορφίες του Ιαπωνικού μοντέλου είναι τέτοιες που το καθιστούν σημαντικά διαφορετικό από τα υπόλοιπα πρότυπα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αυτό που το κάνει ιδιαίτερα ελκυστικό για την ανάλυση είναι ότι το πρότυπο αυτό ήταν εξαιρετικά επιτυχημένο. Το σύστημα αυτό παρουσιάζει μικρότερες τριβές, σκάνδαλα, απάτες και έχει επιτύχει την εταιρική ανάπτυξη τόσο όσον αφορά την αξία των επιχειρήσεων, όσο και την ανάπτυξη ενός βιώσιμου, ευέλικτου και αυτό- αναπαραγόμενο συστήματος.

Το Ιαπωνικό μοντέλο παρουσιάζει τα τελευταία χρόνια αστάθεια που αποτελεί έναν από τους σημαντικούς λόγους που οδήγησε σε μία μακροχρόνια ύφεση την τοπική οικονομία. Ο κύριος

παράγοντας της αστάθειας είναι το γεγονός ότι το σύστημα δόμησης των σχέσεων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών έχει τροποποιηθεί και το βάρος του μηχανισμού διακυβέρνησης έχει μεταφερθεί από την εμπιστοσύνη και τα άτυπα - μη ρητά συμβόλαια στα θεσμικά - νομικά κατοχυρωμένα συμβόλαια (explicit contracts). Τα άτυπα - μη ρητά συμβόλαια θεωρούνται ότι μπορεί να είναι παράγοντας αστάθειας και μεταβλητότητας στο εσωτερικό περιβάλλον της εταιρίας. Στην ιαπωνική όμως περίπτωση, ήταν το αντίθετο και θεωρήθηκαν το όχημα για την έγχυση στην εταιρία των βασικών ηθικών, κοινωνικών και πολιτισμικών χαρακτηριστικών που διαμόρφωσαν την εικόνα και τη δυναμική των Ιαπωνικών εταιριών. Το σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης τους βασίζεται κυρίως στην εμπιστοσύνη και στις διαπροσωπικές σχέσεις. Οι τράπεζες, ως το κέντρο ενός μεγάλου δικτύου από συνδεδεμένες εταιρίες, κρατούν ένα αρκετά μεγάλο κομμάτι των μετοχών και χρηματοδοτούν τους υποστηρικτές όταν αυτό απαιτείται. Η χρηματοδότηση δεν βασίζεται στην αντίληψη της δημιουργίας βραχυχρόνιων κερδών. Αντίθετα οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις εταιρίες, για να δημιουργήσουν μακροχρόνιες σχέσεις και παίζουν ενεργό ρόλο, ως μεγάλοι συνέταιροι στη λειτουργία της επιχείρησης. Σε αντίθεση με άλλες χώρες, όπου οι τράπεζες ανακαλούν τα δανεισθέντα ποσά, όταν αισθάνονται ότι η εταιρία θα χρεοκοπήσει, οι Ιαπωνικές τράπεζες υποστηρίζουν τον εταιρικό πελάτη τροφοδοτώντας περισσότερο κεφάλαιο σε κρίσιμες στιγμές (Bhasa, 2004).

Οι τράπεζες στην Ιαπωνία παίζουν τον ρόλο που οι εποπτικοί φορείς και οι νομοθέτες στις Αγγλοσαξονικές χώρες και στην Ευρώπη θα ήθελαν να παίζουν. Δεν είναι μόνο μέτοχοι αλλά συνέταιροι. Δεν είναι μόνο χρηματοδότες αλλά και σύμβουλοι. Δεν είναι μόνο σύμβουλοι αλλά και υποστηρικτές. Δεν είναι μόνο υποστηρικτές αλλά και συμμετέχουν ώστε να μην προκύψει κίνδυνος από τη λειτουργία της επιχείρησης. Η αντίληψη αυτή προκύπτει από το γεγονός ότι βλέπουν τις παραγωγικές επιχειρήσεις ως το μοναδικό και αξιόπιστο τρόπο παραγωγής κερδών για αυτές μακροχρόνια και γι' αυτό τις ενισχύουν.

Οι τράπεζες στις άλλες χώρες υιοθετούν συχνά μια απρόσωπη και καθαρά ποσοτική λογική, με συχνά βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα σχέσεων με τους πελάτες της. Υπό αυτό το πρίσμα βλέπουν τις εταιρίες - πελάτες τους ως αναλώσιμες μηχανές παραγωγής κερδών και θεωρούν ότι τα κεφάλαια τους μπορούν εύκολα να βρουν άλλες πηγές παραγωγής κερδών, ιδιαίτερα αφού το κόστος εξόδου από αυτές είναι ιδιαίτερα μικρό. Οι Ιαπωνικές τράπεζες επιλέγουν τις άλλες δυο επιλογές που περιγράφει ο Hirschman, την πίστη και την συμμετοχή στη διοίκηση αντί για την επιλογή της εξόδου που επιλέγουν οι τράπεζες στις άλλες χώρες. Αυτή είναι και η βασικότερη διαφορά μεταξύ του μοντέλου της Ιαπωνίας σε σχέση με τα υπόλοιπα. Ένα κοινό στοιχείο με το Ηπειρωτικό Ευρωπαϊκό μοντέλο είναι ότι η οικογένεια αποτελεί ένα σημαντικό

στοιχείο Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η διαφορά είναι ότι η οικογένεια στην Ιαπωνία έχει περισσότερο την έννοια της «φατριάς». Η «οικογένεια» διατηρεί δηλαδή συμμετοχές σε πολλές εταιρίες. Ο συνδετικός κρίκος μεταξύ των εταιριών η τράπεζα που ανήκει και αυτή στην «οικογένεια». Οι κεφαλαιαγορές παρόλο που είναι και αυτές ανεπτυγμένες, δεν έχουν τον ίδιο ρόλο και δεν ρυθμίζουν το εσωτερικό περιβάλλον των εταιριών, όπως γίνεται στις Αγγλοσαξονικές χώρες. Στόχος είναι η δημιουργία κερδών όχι στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρίας αλλά του συνόλου - ομίλου. Οι δεσμοί μεταξύ των μελών της «οικογένειας» ήταν πολύ ισχυροί και η ισχυρή αυτή σύνδεση μεταφερόταν και στη σύνδεση μεταξύ των εταιριών (Τσακλάγκανος, 2015).

Το Ιαπωνικό μοντέλο εισήλθε στη φάση της ύφεσης, όταν οι σχέσεις μεταξύ των μελών της «οικογένειας» χαλάρωσαν ή όταν υπήρξε πρόβλημα διαδοχής και η χρήση επαγγελματικών στελεχών κρίθηκε αναγκαία. Η κρίση μεταφέρθηκε στον κεντρικό κόμβο του Keiretsu, δηλαδή στις τράπεζες και μεταβλήθηκε από οργανωτική - διοικητική σε χρηματοοικονομική. Το Ιαπωνικό μοντέλο είναι συνεπώς σε μία φάση αναδιαμόρφωσης και προσαρμογής στα νέα δεδομένα (Χαρδούβελης 2009).

2.6. Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Η Ελλάδα, όσον αφορά τον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, ακολουθεί μια πρωτότυπη προσέγγιση της, καθώς συνδυάζει όλες τις τεχνικές θέσπισης των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης, δίχως όμως να έχει καταφέρει, με τους κανόνες που ισχύουν ως σήμερα, να επιδείξει ένα σύστημα διακυβέρνησης το οποίο θα χαρακτηρίζεται από συνέπεια και συνοχή.

Πιο συγκεκριμένα, ορισμένα από τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης, υπάρχουν στον Νόμο 2190/1920 εδώ και δεκαετίες, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας κ.α. Η θέσπιση κάποιων άλλων μέτρων, κυρίως όσον αφορά την διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας και συμπεριφοράς των βασικών μετόχων μιας επιχείρησης, πραγματοποιήθηκε με νομοθετικά ή κανονιστικά κείμενα, η πλειοψηφία των οποίων βασίζονταν σε αντίστοιχες ρυθμίσεις που ήδη ίσχυαν σε άλλα κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Μέχρι στιγμής, πέραν της νομοθεσίας (ν. 3016/2002), έχουν εισαχθεί ειδικότεροι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης μόνο για τις εισηγμένες εταιρείες μέσω του «Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες», τους οποίους μπορούν να ακολουθήσουν και οι μεγάλες μη εισηγμένες εταιρείες. Καθώς λοιπόν δεν υπάρχει κάποιο σημείο αναφοράς για τις μη εισηγμένες εταιρείες (εκτός από αποσπασματικές αναφορές στους εταιρικούς νόμους 2190/1920, 3190/1955 και 4072/2012), υπάρχει ο κίνδυνος οι τελευταίες να

μην προχωρήσουν στην υιοθέτηση και ανάπτυξη ενός κατάλληλου πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης, γεγονός που ενδέχεται να επιφέρει αρνητικές συνέπειες στη μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα και επιτυχία τους. Σημειώνεται ότι, ως προς τις μη εισηγμένες εταιρείες, η υιοθέτηση των ειδικών πρακτικών είναι απολύτως προαιρετική για τις εταιρείες, σε αντίθεση με τις εισηγμένες εταιρείες όπου ισχύει η αρχή «comply or explain» αναφορικά με τις αρχές του Κώδικα. Συνεπώς, οι ειδικές πρακτικές καλής εταιρικής διακυβέρνησης δεν συνδέονται με υποχρέωση τήρησης αυτών από τις εταιρείες, πέραν των πολύ περιορισμένων ρητά αναφερόμενων στους εταιρικούς νόμους (Τσακλάγκανος, 2015).

Οι μέτοχοι των μη εισηγμένων εταιρειών είναι τυπικά περιορισμένοι στη διάθεση των μετοχών τους, καθώς δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά. Ακόμη, μπορεί να υπάρχουν και επιπρόσθετοι περιορισμοί στη διάθεση των μετοχών τους, δυνάμει διατάξεων του καταστατικού της εταιρείας. Συνεπώς, οι μέτοχοι των μη εισηγμένων εταιρειών μπορεί να βρεθούν «εγκλωβισμένοι» μέσα στην εταιρεία φέροντας μεγάλο επενδυτικό ρίσκο. Ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης εξισορροπεί εν μέρει αυτό το ρίσκο, διασφαλίζοντας μεγαλύτερη προστασία των συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας από τη Διοίκηση της εταιρείας. Επίσης, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να περιλαμβάνει στρατηγική εξόδου για τους μετόχους μειοψηφίας που επιθυμούν να εξέλθουν της εταιρείας. Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι η υιοθέτηση ειδικών πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης από μη εισηγμένη εταιρεία μπορεί να την κάνει πιο ελκυστική για ένα μειοψηφικό επενδυτή. Επιπρόσθετα, οι μη εισηγμένες εταιρείες μπορούν με την υιοθέτηση των ειδικών πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης, να αντλούν χρηματοδότηση όχι μόνον από συνδεδεμένα πρόσωπα (μετόχους, μητρικές), αλλά και από τράπεζες, επενδυτικά κεφάλαια, καθώς και επενδυτές. Αυτοί οι εξωτερικοί χρηματοδότες επιζητούν διαβεβαίωση ότι η επένδυση τους θα αντιμετωπίζεται ισότιμα με την αντιμετώπιση των συμφερόντων των πλειοψηφούντων μετόχων. Κατ' αυτή την έννοια, η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει εργαλείο άντλησης νέων κεφαλαίων για τις μη εισηγμένες εταιρείες.

2.7. Το Θεσμικό και Νομοθετικό Πλαίσιο για την Εταιρική Διακυβέρνηση

Ορισμένα από τα μέτρα της εταιρικής διακυβέρνησης, υπάρχουν στον Νόμο 2190/1920 εδώ και δεκαετίες, όπως ειδικά ζητήματα προστασίας της μειοψηφίας κ.α. Η θέσπιση κάποιων άλλων μέτρων, κυρίως όσον αφορά την διαφάνεια του τρόπου λειτουργίας και συμπεριφοράς των βασικών μετόχων μιας επιχείρησης, πραγματοποιήθηκε με νομοθετικά ή κανονιστικά

κείμενα, η πλειοψηφία των οποίων βασίζονταν σε αντίστοιχες ρυθμίσεις που ήδη ίσχυαν σε άλλα κράτη - μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Το 1998, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, διενέργησε μια μελέτη σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση, έχοντας κύριο στόχο την προαγωγή της συζήτησης για το θέμα, με την προοπτική της μελλοντικής καθιέρωσης ενός συστήματος επιτυχημένης εταιρικής διακυβέρνησης. Έπειτα, ακολούθησε η μελέτη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία πρότεινε αρχές διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών, δίχως δεσμευτικό χαρακτήρα αλλά με μορφή συστάσεων προς αυτές τις εταιρείες.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, προχώρησε στην θέσπιση ποιοτικών κριτηρίων των εισηγμένων εταιρειών, έχοντας ως γνώμονα και τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης που θα εφαρμόζαν αυτές οι εταιρείες, έτσι ώστε σύμφωνα με τον βαθμό υιοθέτησης αυτών των κριτηρίων, να εμφάνιζε αυτές τις εταιρείες ως καλής οργάνωσης εταιρείες⁹.

Αργότερα το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με την σύσταση μιας επιτροπής νομοπαρασκευαστικού περιεχομένου, παρουσίασε νομοθετικό κείμενο για την εταιρική διακυβέρνηση, με αποδέκτες τις εισηγμένες εταιρείες, το οποίο θα καθιέρωνε πρόσθετες υποχρεώσεις.

Στην Ελλάδα, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης αναπτύχθηκε κατά κύριο λόγο μέσα από την υιοθέτηση ορισμένων υποχρεωτικών κανόνων, όπως ο Νόμος 3016/2002, ο οποίος επιβάλλει:

- Τη συμμετοχή μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στα Διοικητικά Συμβούλια των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών.
- Τη θέσπιση και τη λειτουργία μια μονάδας εσωτερικού ελέγχου.
- Την υιοθέτηση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας¹⁰.

Επίσης, ένα πλήθος από άλλες νομοθετικές πράξεις ενσωμάτωσαν στο νομοθετικό πλαίσιο της Ελλάδας τις ευρωπαϊκές οδηγίες του εταιρικού δικαίου, συμβάλλοντας στην δημιουργία νέων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ο Νόμος 3693/2008, ο οποίος καθιστά υποχρεωτική

⁹ Μούζουλας Σ. (2003), σελ.2-4, «Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση : Κατ' άρθρο ερμηνεία: Αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών»

¹⁰ Μούζουλας Σ. (2003), σελ.5, «Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση : Κατ' άρθρο ερμηνεία: Αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών»

τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, αλλά και βασικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης, σε σχέση με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας.

Επίσης, ο Νόμος 3884/2010 σχετίζεται με δικαιώματα των μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους σχετικά με την προετοιμασία της Γενικής Συνέλευσης. Ο Νόμος 3873/2010, ο οποίος λειτουργεί ως υπενθύμιση της ανάγκης θέσπισης του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και αποτελεί την βάση του, ενσωμάτωσε στην έννομη τάξη στην χώρα μας την Οδηγία 2006/46/EC5 της Ευρωπαϊκής Ένωσης¹¹.

2.7.1. Νόμοι

Ο νόμος 2190/1920 ήταν ο πρώτος νόμος που ψηφίστηκε στην Ελλάδα και αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση. Η ημέρα υπογραφής του ήταν η 05/06/1920 ενώ τέθηκε σε ισχύ στις 30/06/1920. Μεταξύ άλλων ορίζει ότι η ανώνυμη εταιρεία είναι κεφαλαιουχική εταιρεία με νομική προσωπικότητα, για τα χρέη της οποίας ευθύνεται μόνο η ίδια με την περιουσία της. Επίσης, κάθε ανώνυμη εταιρεία είναι εμπορική, έστω και αν ο σκοπός της δεν είναι η άσκηση εμπορικής επιχείρησης. Με την επιφύλαξη τυχόν ειδικότερων ρυθμίσεων, ο νόμος αυτός εφαρμόζεται τόσο σε ανώνυμες εταιρείες με μετοχές που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο όσο και σε ανώνυμες εταιρείες με μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστήριο (Μούζουλας, 2003).

Επίσης ο νόμος αναφέρεται στο ότι η γενική συνέλευση μπορεί να αποφασίζει, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 31 παρ. 2, την έκδοση ομολογιακού δανείου, με το οποίο χορηγείται στους ομολογιούχους δικαίωμα είτε προς λήψη, πέραν του τόκου, και ορισμένου ποσοστού επί των κερδών που υπολείπονται μετά την απόληψη του κατά το άρθρο 45 πρώτου μερίσματος από τους προνομιούχους και κοινούς μετόχους είτε προς λήψη άλλης πρόσθετης παροχής, που εξαρτάται από το ύψος της παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εταιρείας».

Σύμφωνα με τον νόμο η θητεία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ουδέποτε δύναται να υπερβαίνει τα έξι (6) έτη. "Κατ' εξαίρεση η θητεία του διοικητικού συμβουλίου παρατείνεται μέχρι τη λήξη της προθεσμίας, εντός της οποίας πρέπει να συνέλθει η αμέσως επόμενη τακτική γενική συνέλευση". Οι σύμβουλοι, μέτοχοι ή μη μέτοχοι είναι πάντοτε επανεκλέξιμοι και ελεύθερα ανακλητοί. Το Διοικητικό Συμβούλιο ευρίσκεται εν απαρτία και συνεδριάζει

¹¹ Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013, σελ. 3, «Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες»

εγκύρως, όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται εν αυτό το ήμισυ πλέον ενός των συμβούλων, ουδέποτε όμως ο αριθμός των παρόντων συμβούλων δύναται να είναι ελάσσων των τριών. Προς εξεύρεση του αριθμού απαρτίας παραλείπεται τυχόν προκύπτον κλάσμα.

Ο νόμος 2190/1920 ορίζει τις αμοιβές που το ποσό τους καθορίζεται από το καταστατικό και καταχωρούνται στα αποτελέσματα χρήσεως. Τα ποσά αμοιβών που καθορίζονται από το καταστατικό και περιλαμβάνουν οποιαδήποτε αμοιβή δεν καταβάλλονται από τα κέρδη, καταβάλλονται στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου χωρίς να απαιτείται έγκριση τους από την τακτική γενική συνέλευση και ανεξαρτήτως του εάν η χρήση κλείνει με κέρδη ή ζημιές, καθόσον οι αμοιβές αυτές εντάσσονται στην κατηγορία των εξόδων λειτουργίας της εταιρίας και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα της. Οι αμοιβές της κατηγορίας αυτής συνιστούν εισόδημα από κινητές αξίες και ως εκ τούτου, αφενός δεν υπόκεινται σε ασφαλιστικές εισφορές, αφετέρου φορολογούνται σε βάρος των δικαιούχων με πλήρη εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης τους. Αμοιβές, που το ποσό τους δεν καθορίζεται από το καταστατικό, καταβάλλονται μόνο μετά από έγκριση της τακτικής Γενικής Συνέλευσης και καταχωρούνται στα αποτελέσματα χρήσεως (Τσακλάγκανος, 2015).

Σύμφωνα με την επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς, το τότε νομικό πλαίσιο -που κυρίως περιλαμβανόταν στο Ν. 2190/1920- δεν ανταποκρινόταν πλήρως στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων, αφού δεν προστάτευε επαρκώς τα δικαιώματα των μικρομετόχων στις εταιρείες πολυμετοχικής βάσης, δεν αποσαφηνίζε τις προϋποθέσεις συναλλαγών ευρείας κλίμακας (όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές) και δεν διασφάλιζε ικανοποιητικά επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες (Νικολάου & Γαβριέλης, 2007).

Ο νόμος 3016/2002 περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, ήρθε να καλύψει το κενό που υπήρχε στην Ελληνική νομοθεσία γι' αυτό το θέμα. Ο νόμος στηρίχθηκε πάνω στη Λευκή Βίβλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι διατάξεις του νόμου εφαρμόζονται σε όλες τις ανώνυμες εταιρείες που έχουν εισάγει ή πρόκειται να εισάγουν μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (Άρθρο 1 Ν.3016/2002). Ο νόμος αποτελείται από δύο κεφάλαια και το πρώτο κεφάλαιο που περιλαμβάνει 11 άρθρα αφορά την εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα το πρώτο κεφάλαιο χωρίζεται σε τρία μέρη. Το πρώτο μέρος αφορά το διοικητικό συμβούλιο, και συγκεκριμένα ορίζει τις υποχρεώσεις και τα καθήκοντα των μελών του (στο άρθρο 2. παρ.1, 2, 3, 4 Ν.3016/2002), περιγράφει τη δομή του και τη σύνθεσή του (στο άρθρο 3. παρ.1, 2

N.3016/2002), αναλύει τη δράση των ανεξάρτητων και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου (στο άρθρο 4. παρ.1, 2, 3 N.3016/2002) και τέλος ορίζει τον τρόπο αμοιβής τους (στο άρθρο 5. παρ. N.3016/2002)¹².

Το δεύτερο μέρος αφορά τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας και τον εσωτερικό έλεγχο. Συγκεκριμένα ορίζει το ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας (Στο άρθρο 6 παρ.2 N.3016/2002), την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου(στο άρθρο 7 παρ.1, 2, 3, 4 N.3016/2002), καθώς και τις αρμοδιότητες της υπηρεσίας του εσωτερικού ελέγχου (στο άρθρο 8 N.3016/2002).

Τέλος στο τρίτος μέρος ορίζεται τι γίνεται σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με καταβολή μετρητών (στο άρθρο 9 παρ.1, 2, 3, N.3016/2002), καθορίζονται οι συνέπειες παραβίασης του νόμου (στο άρθρο 10 N.3016/2002), καθώς και οι μεταβατικές διατάξεις για τις εταιρείες που είχαν ήδη εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την ημέρα ψήφισης του νόμου (στο άρθρο 11 N.3016/2002).

Επίσης ορίζεται ότι οι διατάξεις του Ν. 2190/1920 εφαρμόζονται όταν δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις αυτού του νόμου (Νικολάου & Γαβριέλης, 2007).

Η βασική αλλαγή στη νομοθεσία που άλλαξε το τοπίο στις απαιτήσεις περί εταιρικής διακυβέρνησης έγινε με το Ν. 3873/2010, όπου αναφέρεται για πρώτη φορά ρητά ότι οι εισηγμένες εταιρείες οφείλουν να υιοθετήσουν και στη συνέχεια να γνωστοποιήσουν σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη έναν κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, είτε επιλέγοντας από τους γενικά αποδεκτούς κώδικες που έχουν εκδοθεί διεθνώς ή στην Ελλάδα είτε καθορίζοντας και προσδιορίζοντας οι ίδιες αναλυτικά τους ειδικότερους κανόνες και αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που δεσμεύονται να εφαρμόζουν.

2.7.2. Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης

Επειδή, στο Ν. 3873/2010 δεν περιγράφεται κάποιο πρότυπο το οποίο θα μπορούσαν να ακολουθήσουν οι εταιρείες ο ΣΕΒ ανέλαβε την πρωτοβουλία να συντάξει τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ, ο οποίος συνδυάζει τις απαιτήσεις που προκύπτουν από το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο με τις βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης.

¹² Μούζουλας Σ. (2003), σελ.7-8, «Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση : Κατ' άρθρο ερμηνεία: Αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών»

Βασικός στόχος του Κώδικα είναι η εκπαίδευση και καθοδήγηση των ΔΣ των ελληνικών εταιρειών σε θέματα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης. Ένας άλλος στόχος του Κώδικα είναι η βελτίωση της πληροφόρησης των ιδιωτών ή θεσμικών μετόχων, Ελλήνων και αλλοδαπών, και η ενίσχυση της συμμετοχής τους στις εταιρικές υποθέσεις. Κεντρικό στόχο του Κώδικα αποτελεί και η δημιουργία ενός προσβάσιμου και κατανοητού συστήματος αναφοράς για εισηγμένες ελληνικές εταιρείες, οι οποίες καλούνται πλέον να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση πληροφορίες για την εταιρική τους διακυβέρνηση σύμφωνα με τον Νόμο 3873/2010. Ο Νόμος αυτός επιβάλλει στις εταιρείες, των οποίων οι κινητές αξίες είναι δεκτές για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, να συντάσσουν δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, που θα πρέπει να αποτελεί ειδικό τμήμα της ετήσιας έκθεσης διαχείρισής τους. Η δήλωση αυτή θα πρέπει κατ' ελάχιστον να παρέχει πληροφορίες για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, συμπεριλαμβανομένης της περιγραφής των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιέχει αναφορά στο συγκεκριμένο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία και, στο βαθμό που η εταιρεία αποφασίζει να αποκλίνει από ορισμένα μέρη του σχετικού Κώδικα ή να μην εφαρμόσει κάποιες από τις διατάξεις του, να αιτιολογεί τους λόγους της απόκλισης ή της μη εφαρμογής. Η υιοθέτηση του Κώδικα από τις επιχειρήσεις απλοποιεί σημαντικά τις παραπάνω υποχρεώσεις δημοσιοποίησης (Κώδικας ΣΕΒ, 2011).

Ο Κώδικας διευκολύνει τη διαμόρφωση πολιτικών και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που να ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε εταιρείας. Με άλλα λόγια, ο Κώδικας θεωρεί δεδομένο ότι οι εταιρείες, οι μέτοχοι και τα ΔΣ τους γνωρίζουν καλύτερα από οποιονδήποτε άλλο τι είναι προς το συμφέρον της εταιρείας, μέσα στα όρια του νόμου. Έτσι, εάν μια εταιρεία θεωρεί ότι ορισμένες «ειδικές πρακτικές» του Κώδικα δεν ανταποκρίνονται στις αξίες, την παράδοση και το ιδιοκτησιακό της καθεστώς ή ότι είναι υπερβολικά επαχθείς ή ότι η συμμόρφωση με αυτές ίσως καταστήσει πιο δύσκολη την εφαρμογή της ουσίας των αρχών του Κώδικα, η εταιρεία αυτή έχει τη δυνατότητα, αντί να εφαρμόσει τις διατάξεις αυτές, να εκθέσει σαφώς τους λόγους μη συμμόρφωσης, παραθέτοντας επαρκή αιτιολόγηση της διαφοροποίησης μεταξύ των σχετικών ειδικών πρακτικών και του δικού της μοντέλου διακυβέρνησης.

Ο Κώδικας απευθύνεται στις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες (όπως ορίζονται από τον Νόμο 2190/1920) με έδρα την Ελλάδα, ειδικά αυτές των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς

διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (εισηγμένες), αλλά μπορεί να φανεί χρήσιμο εργαλείο και στις μη εισηγμένες εταιρείες. Στόχος είναι να προωθηθούν βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης στο σύνολο του ελληνικού εταιρικού τομέα, με σκοπό τον ευρύτερο αντίκτυπο στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας (Παλαιολόγος, 2013).

Προκειμένου να διασφαλιστεί η χρησιμότητά του για το ευρύ φάσμα των εταιρειών στις οποίες απευθύνεται, ο Κώδικας περιλαμβάνει δύο ειδών διατάξεις: «γενικές αρχές», οι οποίες απευθύνονται σε όλες τις εταιρείες, εισηγμένες και μη, και «ειδικές πρακτικές», οι οποίες αφορούν μόνο σε εισηγμένες εταιρείες. Λόγω του ευρύτερου πεδίου εφαρμογής τους, οι γενικές αρχές στοχεύουν στην παροχή ενός γενικού πλαισίου μέσα στο οποίο μπορούν να εξεταστούν και να αντιμετωπιστούν τα περισσότερα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης σε μια επιχείρηση, εισηγμένη ή μη. Αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές και όχι διατάξεις «συμμόρφωσης ή εξήγησης». Παρ' όλα αυτά, οι ελληνικές μη εισηγμένες εταιρείες έχουν πολλά να ωφεληθούν από τη δημόσια υιοθέτηση και τη συστηματική εφαρμογή των αρχών αυτών σε πλήρως οικειοθελή βάση, κάτι που θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των μετόχων, των εργαζομένων και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, και θα βελτιώσει την οργανωτική τους αποτελεσματικότητα.

Κάθε γενική αρχή ακολουθείται από μία ή περισσότερες ειδικές πρακτικές, οι οποίες απευθύνονται μόνο στις εισηγμένες εταιρείες. Οι ειδικές πρακτικές αναπτύσσουν περαιτέρω τη σχετική γενική αρχή και καθοδηγούν την εφαρμογή της στα πλαίσια του ρυθμιστικού και ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εισηγμένων εταιρειών, καθιστώντας έτσι διαφανή την εταιρική διακυβέρνηση της καθεμιάς από αυτές και ενισχύοντας ταυτόχρονα τη διαφάνεια της ελληνικής αγοράς στο σύνολό της. Οι ειδικές αυτές πρακτικές συνιστούν τα «μέρη» και τις «διατάξεις» του Κώδικα για τις εισηγμένες εταιρείες με την έννοια του Νόμου 3873/2010 (Κώδικας ΕΣΕΔ, 2013).

Ο Κώδικας ακολουθεί την προσέγγιση συμμόρφωσης ή εξήγησης (comply or explain) και απαιτεί από τις εισηγμένες εταιρείες που επιλέγουν να τον εφαρμόζουν να δημοσιοποιούν την πρόθεσή τους αυτή και είτε να συμμορφώνονται με το σύνολο των ειδικών πρακτικών του Κώδικα, είτε να εξηγούν τους λόγους μη συμμόρφωσής τους με συγκεκριμένες ειδικές πρακτικές.

Τον Οκτώβρη του 2013 ολοκληρώθηκε από το ΕΣΕΔ η αναθεώρηση του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες.

Σημαντική προσθήκη επί της αρχής, στο προοίμιο του Κώδικα, αποτελεί ο καθορισμός του προτύπου της εξήγησης της μη συμμόρφωσης της εταιρείας με συγκεκριμένες ειδικές πρακτικές του Κώδικα. Πλέον σε περίπτωση απόκλισης οι εισηγμένες θα πρέπει με κατανοητό και πειστικό τρόπο:

- να αναφέρουν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης την εναλλακτική πρακτική που έχουν επιλέξει να υιοθετήσουν,
- να περιγράφουν τα μέτρα που έχουν λάβει προς ελαχιστοποίηση πρόσθετων κινδύνων καθώς και προς εξασφάλιση της συμμόρφωσης,
- να αναφέρουν κατά πόσον η απόκλιση είναι χρονικά περιορισμένη και τότε η εταιρεία προτίθεται να ευθυγραμμισθεί με τις διατάξεις του Κώδικα.¹³

Οι υπόλοιπες τροποποιήσεις σε σχέση με την προηγούμενη έκδοση (Κώδικας ΣΕΒ – Μάρτιος 2011) αφορούν στις συναλλαγές συνδεδεμένων μερών, στην υιοθέτηση της αρχής της ποικιλομορφίας από το ΔΣ, στην αναβάθμιση του Εταιρικού Γραμματέα, στην ενημέρωση των μετόχων κατά τη ΓΣ της εταιρείας καθώς και γενικότερα στην επικοινωνία τους με το ΔΣ και την εταιρεία.

Αρχής γενομένης από τις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης του έτους 2013, οι εταιρείες υποχρεούνται να δημοσιοποιούν την πολιτική και τις αρχές της εταιρείας για τη διαμόρφωση των αμοιβών των εκτελεστικών μελών του ΔΣ, καθώς και τη μέθοδο αξιολόγησης της επίδοσης και υπολογισμού της μεταβλητής αμοιβής των μελών του ΔΣ, συμπεριλαμβανομένων των ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων που έχουν ληφθεί υπόψη (Spanos 2005, ΣΕΒ 2011, Λαζαρίδης και Δρυμπέτας, 2011, ΕΣΕΔ 2013).

2.8. Πλεονεκτήματα από την εφαρμογή της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πολλά είναι τα οφέλη μιας επιχείρησης η οποία εφαρμόζει την εταιρική διακυβέρνηση, καθώς μια αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση έχει ουσιώδη και σημαντική συμβολή στην προστασία και στην ανάπτυξη των παραγωγικών πόρων της επιχείρησης. Παράλληλα, μια αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση οδηγεί στην αντικατάσταση των στελεχών τα οποία

¹³ Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, (2013), σελ 22, *Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες*

δεν κάνουν αποδοτική χρήση ή καταχράζονται τους πόρους της επιχείρησης. Επιπλέον, δημιουργείται υψηλή απόδοση στις εταιρείες.

Μια επιτυχημένη εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί το κύριο κριτήριο αξιολόγησης των εταιρειών σε παγκόσμιο επίπεδο, με σκοπό την τοποθέτηση σε αυτές κεφαλαίων. Επίσης, συμβάλει στην προσέλκυση από τις επιχειρήσεις χαμηλού κόστους επενδυτικών κεφαλαίων, μέσω της παροχής διασφαλίσεων προς τους δυνητικούς επενδυτές. Επομένως, βοηθά και στην ανάπτυξη μιας κουλτούρας η οποία έχει ως κύριο χαρακτηριστικό τη συμμόρφωση των εταιρειών προς τους κανόνες των εποπτικών αρχών και του κράτους, αλλά και την ενίσχυση της συμμόρφωσης του ΔΣ, προς τους κανόνες της επιχείρησης.

Ένα τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί η συμβολή της στη διασφάλιση της διαφάνειας, με την δημοσίευση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών της επιχείρησης¹⁴.

Ως προς τις μη εισηγμένες, παρότι δεν υφίσταται υποχρέωση εφαρμογής συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχουν, μια σειρά από λόγους και πλεονεκτήματα, για τα οποία θα πρέπει να ασχοληθούν ειδικά με την εταιρική διακυβέρνηση:

- Μακροπρόθεσμη απόδοση
- Νέες πηγές χρηματοδότησης
- Εταιρική φήμη
- Πρόσβαση σε ειδικές γνώσεις
- Πληρέστερη κατανόηση από τους διοικούντες των επιπέδων ορθής διοίκησης της εταιρείας
- Δυνατότητα αυτό-αξιολόγησης της Διοίκησης της εταιρείας σε σύγκριση με συγκεκριμένα πρότυπα και αρχές (benchmarking) και η δυνατότητα λήψης αντίστοιχων διορθωτικών μέτρων
- Αύξηση της εμπιστοσύνης προς την εταιρεία από τους μειοψηφούντες μετόχους
- Αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρείας που στηρίζεται όχι μόνο στην ατομική δράση των διοικούντων, αλλά σε ένα ευρύ φάσμα δυνατοτήτων και διαδικασιών που εξασφαλίζουν τη συνέχεια της εταιρείας πέραν του ατόμου

¹⁴ Παλαιολόγος Α., 2013, σελ. 121, «Η Εταιρική Διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών»,

- Διαφάνεια στη διαχείριση των χρηματοοικονομικών δεδομένων της εταιρείας που βοηθά τόσο τους μετόχους όσο και τους μελλοντικούς επενδυτές ή δανειστές
- Δημιουργία ενός αποδεκτού επιχειρηματικού προφίλ που προάγει το κλίμα εμπιστοσύνης και αποδοχής από τους μετόχους, τους πελάτες και τους συνεργάτες της εταιρείας

2.9. Τα «κλειδιά» της εταιρικής διακυβέρνησης

2.9.1. Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο 2.3 αναπτύξαμε διεξοδικά τις βασικές αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Εξίσου σημαντικό όμως είναι να αναφερθούμε και στα «κλειδιά» της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Θεωρητικά δεν είναι εύκολο να προκύψει ο ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Αντίθετα, μόνο με μία συνεχή και ενδελεχή παρατήρηση της ακολουθούμενης πρακτικής μπορούμε να μιλάμε για ένα ολοκληρωμένο ορισμό. Οι πρακτικές που έχουν προκύψει από το «δίκαιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης» είναι πολλές αλλά καμία δεν είναι κοινά αποδεκτή ως τέτοια.

Σε γενικές γραμμές, μπορούμε με βάση την υπάρχουσα διεθνή βιβλιογραφία και εξετάζοντας τις επιμέρους πτυχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης να καταλήξουμε πως η έννοια αυτή περιλαμβάνει τη διοίκηση της εταιρείας, όπως είναι οι διάφορες επιτροπές, τα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ, ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου (CEO). Επίσης, περιλαμβάνει τα δικαιώματα ψήφου των μετόχων, τις διάφορες πρακτικές για αποφυγή επιθετικών εξαγορών καθώς και τη δημοσιότητα διάφορων στοιχείων όπως οι αμοιβές των στελεχών και διάφορα λογιστικά στοιχεία.

2.9.2. Διοικητική Δομή

Όταν οι σχέσεις που χτίζονται σε μία εταιρεία διέπονται από εμπιστοσύνη ανάμεσα στους μετόχους και στη διοίκηση θα μπορούσαμε να πούμε πως αποτελούν τη βασική αρχή της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011). Σημαντικό ρόλο παίζει, οι μέτοχοι που έχουν επενδύσει τα χρήματά τους σε μία εταιρεία, να δίνουν ψήφο εμπιστοσύνης στο σώμα που τα διαχειρίζεται αλλά και η ίδια τη διοίκηση να έχει την πλήρη υποστήριξη των επενδυτών, ιδιαίτερα όταν οι επιχειρηματικές συνθήκες είναι δύσκολες ή όταν τα θετικά αποτελέσματα μιας επιχειρηματικής πρωτοβουλίας είναι μακροπρόθεσμα. Από την άλλη όταν δεν υπάρχει εμπιστοσύνη ανάμεσα στους ιδιοκτήτες – διοικητές μιας εταιρείας και τους μετόχους της, η πορεία της εταιρείας μπορεί να κινδυνέψει. Το ζητούμενο είναι κάθε υποψήφιος επενδυτής να αισθάνεται ασφάλεια και εμπιστοσύνη ως προς τους διοικούντες μιας επιχείρησης, διότι αν

αυτοί ενδιαφέρονται για το προσωπικό τους όφελος και για τα συμφέροντά τους, το μόνο σίγουρο είναι πως οι επενδυτές δεν θα ασχοληθούν με μία εταιρεία που οι ίδιοι δεν είναι το πρωταρχικό μέλημά της. Η κατάληξη αυτή δε θα είχε και τα καλύτερα αποτελέσματα για την εταιρεία, αφού η απομάκρυνση των επενδυτών θα οδηγούσε στην άνοδο του κόστους του κεφαλαίου γι' αυτήν, μειώνοντας τα ποσοστά απόδοσης της μετοχής και δίνοντας στην επενδυτική κοινότητα αρνητικές εντυπώσεις. Τέλος, η σωστή εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιλαμβάνει τη συμμετοχή ικανού αριθμού ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ, ειδικά για τις δράσεις που αφορούν τη διοικητική δομή της εταιρείας.

2.9.3. Διοικητικό Συμβούλιο (της ΑΕ)

Μια αποτελεσματική στρατηγική καθοδήγησης μιας επιχείρησης, αποτελεί η σωστή και αμερόληπτη παρακολούθηση της διοίκησης από το ΔΣ και η υπευθυνότητα του ΔΣ ως προς την εταιρεία και τους μετόχους.

Η βασική αρχή που ασκεί τη διοίκηση της εταιρείας είναι το Διοικητικό Συμβούλιο (ΔΣ). Τα καθήκοντά του είναι η λήψη αποφάσεων, καθώς και η άσκηση υπεύθυνου και αποτελεσματικού ελέγχου σε όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης.

Οι αρμοδιότητες των μελών του ΔΣ και η έκταση της ευθύνης τους καθορίζονται με βάση το Νόμο 2190/1920. Βέβαια ο νόμος δεν δίνει απόλυτη ανεξαρτησία στα μέλη του ΔΣ ως προς την ενημέρωσή τους, όπως και η γνώση σε ουσιαστικά θέματα όταν αυτά έρχονται σε αντιπαράθεση με τα συμφέροντα των μεγάλων μετόχων. Πλέον, το πρόβλημα περιορίζεται επαρκώς με την εφαρμογή των νέων νόμων, ιδίως στις εισηγμένες εταιρείες. Τα μέλη του ΔΣ θα πρέπει να συνεδριάζουν σχεδόν μηνιαίως, ανάλογα πάντα με το μέγεθος αλλά και τον κλάδο της επιχείρησης και να είναι υπεύθυνο για τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη. Το ΔΣ πρέπει να ενημερώνεται επαρκώς, να έχει εκ των προτέρων τα θέματα συζήτησης, να ενεργεί με βεβαιότητα και να δείχνει την απαιτούμενη προσοχή για το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011).

Τα μέλη του ΔΣ διακρίνονται σε εκτελεστικά, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Το ΔΣ συμπράττει σε μία ενιαία βούληση και οι αποφάσεις λαμβάνονται από το σύνολο των μελών, ανεξάρτητα της ιδιότητάς τους ως εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων. Τα εκτελεστικά μέλη δίνουν βάση στα καθημερινά ζητήματα της διοίκησης της εταιρείας, ενώ το βάρος της επιτήρησης όλων των εταιρικών ζητημάτων ανήκει στα μη εκτελεστικά μέλη. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να υπάρχει ικανός αριθμός ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ, ειδικά για τις μεγάλες εισηγμένες εταιρείες.

Η αντιμετώπιση του ΔΣ ως προς τους μετόχους θα πρέπει να γίνεται χωρίς διακρίσεις, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που οι αποφάσεις των μελών του ΔΣ μπορεί να επηρεάζουν ανόμιμες κατηγορίες μετόχων με διαφορετικό τρόπο.

- Το Διοικητικό Συμβούλιο μιας εισηγμένης εταιρείας στο ΧΑΑ πρέπει να αποτελείται από έναν ικανό αριθμό μελών ώστε να μπορεί να γίνει ο διαχωρισμός εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών, όπως επίσης και να εξασφαλίζεται η ανάθεση διάφορων καθηκόντων σε πολλά μέλη για τη διασφάλιση ορθής εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι συλλογικές αποφάσεις του ΔΣ είναι και οι αποφάσεις της εταιρείας. Έτσι, δίδεται η δυνατότητα σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να παίρνουν μέρος στη διοίκηση με ιδιαίτερη δυνατότητα μέσω εξουσιοδοτήσεων, κυρίως προς τα εκτελεστικά μέλη κάνοντας πράξεις τους στόχους του ΔΣ. Τα μη εκτελεστικά μέλη κατά κύριο λόγο συμμετέχουν στις επιτροπές των μελών του ΔΣ.
- Εκτελεστικά μέλη είναι τα υψηλόβαθμα στελέχη μίας εταιρείας που ασχολούνται με την καθημερινή διαχείρισή της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι άτομα με εμπειρίες στον επαγγελματικό τομέα, κοινωνικά αποδεκτά και με ιδιαίτερα αμερόληπτη κρίση. Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη είναι τα μέλη που δεν έχουν συγγένεια μέχρι 2^{ου} βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου ή που δεν κατέχουν μετοχές άνω του 0,5% της εταιρείας ή θυγατρικής της και που δεν είναι εκτελεστικά, διευθυντικά στελέχη θυγατρικής εταιρείας.
- Κύριο μέλημα του ΔΣ είναι η προστασία και η ανέλιξη του εταιρικού συμφέροντος και η συνεχόμενη ανάπτυξη της εταιρείας που απορρέει από την συνεχόμενη βελτίωση της εσωτερικής αξίας της μετοχής.
- Τα μέλη του ΔΣ απαγορεύεται να επιζητούν συμφέροντα που αντιτίθενται στα συμφέροντα της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν εταιρειών. Αντίθετα έχουν υποχρέωση να αποκαλύπτουν στο ΔΣ τα συμφέροντα που μπορεί να προκύψουν από σημαντικές συναλλαγές της εταιρείας, όπως επίσης και κάθε μορφής σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με τα συμφέροντα της εταιρείας.
- Το ΔΣ πρέπει να γνωρίζει τις προθέσεις των μελών του ως προς τις σημαντικές συναλλαγές και οικονομικές δραστηριότητες που έχουν σχέση με την εταιρεία όπως επίσης και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011).

Το ΔΣ θα πρέπει να ασκεί αποτελεσματικά τον ηγετικό του ρόλο και να διευθύνει τις εταιρικές υποθέσεις προς όφελος της εταιρείας και όλων των μετόχων, διασφαλίζοντας ότι η Διοίκηση

εφαρμόζει την εταιρική στρατηγική. Θα πρέπει ακόμα να διασφαλίζει τη δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων.

Το ΔΣ θα πρέπει σε κάθε του απόφαση να λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα των μερών που συνδέονται με εκείνα της εταιρείας, όπως είναι οι πελάτες, οι πιστωτές, οι εργαζόμενοι και οι κοινωνικές ομάδες που επηρεάζονται άμεσα από τη λειτουργία της εταιρείας στο βαθμό που δεν προκύπτει σύγκρουση με το εταιρικό συμφέρον. Οι κύριες αρμοδιότητες του ΔΣ που απαιτούν την εκ των προτέρων έγκριση του ΔΣ ή σε έκτακτες περιπτώσεις, την εκ των υστέρων επικύρωση από το ΔΣ, θα πρέπει να περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων:

- την έγκριση της μακροπρόθεσμης στρατηγικής και των λειτουργικών στόχων της εταιρείας,
- την έγκριση του ετήσιου προϋπολογισμού, καθώς και τη λήψη αποφάσεων για τις μεγάλες κεφαλαιουχικές δαπάνες, εξαγορές και εκποιήσεις,
- την επιλογή και την αντικατάσταση των εκτελεστικών μελών του ΔΣ και την εποπτεία της επιτροπής που θα προτείνει τη διαδοχή τους,
- την αμοιβή των ανώτατων στελεχών με βάση τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας αλλά και της απόδοσής τους,
- την εποπτεία της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνου ώστε να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύονται,
- την εποπτεία των συναλλαγών με γνώμονα τη διαφάνεια και την προστασία των εταιρικών συμφερόντων, ώστε να αποφευχθούν πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ της εταιρείας και των μελών του ΔΣ ή των κύριων μετόχων,
- την ευθύνη των διαδικασιών λήψης αποφάσεων και ανάθεσης εξουσιών και καθηκόντων σε άλλα στελέχη (Τραυλός, 2003).

2.9.4. Ανεξάρτητα μέλη & Διαχωρισμός ρόλων

Ένα από τα σημαντικότερα θέματα που προκύπτουν από την Εταιρική Διακυβέρνηση και αναφέρονται στο ΔΣ αφορά τη σύνθεση του, αν δηλαδή, τα μη εκτελεστικά ανεξάρτητα μέλη υπάρχουν σε ικανά ποσοστά στο συμβούλιο της εταιρείας. (Παλαιολόγος, 2013). Μέλη δηλαδή που έχουν λίγη ή καθόλου σχέση με το ιδιοκτησιακό καθεστώς της εταιρείας, και είναι σε θέση να λειτουργήσουν αμερόληπτα και με ευκρίνεια ως προς τα συμφέροντα της επιχείρησης, άρα και των μετόχων.

Οι κανόνες που θεσπίζονται ανά τον κόσμο μπορεί να διαφέρουν ως προς τον διορισμό, την απομάκρυνση και τον έλεγχο του ΔΣ, ωστόσο οι ρόλοι μεταξύ ανεξάρτητων και μη μελών ενός ΔΣ, φαίνονται να διέπονται από κοινά χαρακτηριστικά όπου τα εκτελεστικά μέλη διοικούν και τα μη εκτελεστικά μέλη ελέγχουν. Βέβαια, υπάρχουν και εταιρείες όπου οι διαδικασίες του ελέγχου και της διοίκησης είναι απόλυτα ξεχωριστές, όπου το ΔΣ ασχολείται αποκλειστικά με την διοίκηση ενώ οι ελεγκτικές επιτροπές παραμένουν ανεξάρτητες. Επί του πρακταίου, και στις δύο επιλογές δίνεται η δυνατότητα στους ιδιοκτήτες να πάρουν τον έλεγχο των διευθυνόντων και να υποβιβάσουν τα συμφέροντα των μετόχων. Ένα σύστημα ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης πρέπει να έχει στις πρώτες του προτεραιότητες την επιλογή πραγματικά ανεξάρτητων διοικητικών στελεχών που δεν εμφανίζουν κανέναν δεσμό προς την εταιρεία (Nguyen & Nielsen, 2010).

Τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα για να θεωρηθεί ένα ΔΣ ανεξάρτητο θα πρέπει εκτός από τον επαρκή αριθμό των ανεξάρτητων μελών θα πρέπει επίσης να προβλέψει ώστε οι εξουσίες του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) να μην συγκεντρώνονται σε ένα πρόσωπο. Αν και τα αποτελέσματα ερευνών δεν έχουν δείξει άμεση αιτιακή σχέση της οικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης από την ύπαρξη ή μη ανεξάρτητων μελών στο ΔΣ, υπάρχουν περιπτώσεις όπου κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες οι μέτοχοι ευνοούνται περισσότερο στην περίπτωση που το ΔΣ δεν είναι διορισμένο, αλλά εκλεγμένο¹⁵.

Η σύνθεση ενός ΔΣ που θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ιδανική, θα ήταν αυτή όπου τα μέλη του ΔΣ αν και δε θα είχαν άμεση σχέση με τη διοίκηση, θα μπορούσαν να ενημερώνονται για τα συμβαίνοντα στην επιχείρηση καθώς και ένα μέρος των μετοχών να ανήκουν σε αυτούς (Nguyen & Nielsen, 2010). Έτσι, από τη στιγμή που οι θεσμικοί επενδυτές ολοένα και αυξάνονται, το θέμα της εμπιστοσύνης παίζει πρωταρχικό ρόλο για τη σύνθεση του ΔΣ. Αν υποπέσει στην αντίληψη των θεσμικών επενδυτών ότι η διεύθυνση επηρεάζεται είτε από τους ιδιοκτήτες, είτε από την πλειοψηφία των μετόχων, ώστε οι αποφάσεις να μην ωφελούν και τη μειοψηφία, το λιγότερο είναι πως θα αποφύγουν την αγορά μετοχών της συγκεκριμένης εταιρείας ή η χρηματική εξαγορά τους θα είναι κατά πολύ μειωμένη.

Σύμφωνα με γνώμες στελεχών που ενδιαφέρονται να επενδύσουν, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν πολύ περιορισμένο χρόνο για να ελέγξουν κατά πόσο σωστή είναι η διαδικασία που εκλέγεται το ΔΣ. Έτσι, για να εκλέξουν μέλη που θα θεωρηθούν ιδανικά, μέσα από μια κατευθυντήρια

¹⁵ Nguyen, Nielsen, 2010 σελ 556. The value of independent directors: evidence from sudden death

γραμμή υπό τις εντολές του ΔΣ που αποτελείται από αρκετά ανεξάρτητα μέλη και έχοντας ως γνώμονα τα συμφέροντα όλων των μετόχων, παρά του ΔΣ που είναι εξ'ολοκλήρου διορισμένο από τη διοίκηση. Σε όλες τις κανονιστικές νομοθεσίες που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση ο αριθμός των διατάξεων ως προς τη συμμετοχή μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ έχουν αυξηθεί κατά πολύ¹⁶. Η πρώτη δέσμη αρχών που εξέδωσε ο ΟΟΣΑ αναφέρεται ρητά στη σημασία της ανεξαρτησίας των μελών του ΔΣ, ενώ και το αντίστοιχο κανονιστικό πλαίσιο της Βρετανίας (Combine Code) ζητά το ένα τρίτο των μελών ή τουλάχιστον τρία άτομα να είναι μη εκτελεστικά μέλη.

2.9.5. Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

Για να γίνει εισαγωγή μιας εταιρείας στο ΧΑΑ θα πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του ΔΣ της εταιρείας και σκοπός του είναι να βοηθήσει το Διοικητικό Συμβούλιο στην άσκηση των καθηκόντων του.

Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον:

- τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Πρέπει να προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων,
- τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ,
- τις διαδικασίες πρόσληψης και αξιολόγησης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας,
- τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του ΔΣ και άλλων προσώπων που κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση, εφόσον αυτές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά,
- τις διαδικασίες δημοσιοποίησης σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του ΔΣ ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες διοίκησης της εταιρείας, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρεία και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της (Φλώρου, 2006).

¹⁶ Nguyen, Nielsen, 2010 σελ 559. The value of independent directors: evidence from sudden death

2.9.6. Οργάνωση Εσωτερικού Ελέγχου

Βασική προϋπόθεση όπως αναφέραμε παραπάνω για να εισέλθουν στο ΧΑΑ μετοχές οι άλλες κινητές αξίες είναι η σωστή λειτουργία εσωτερικού ελέγχου. Η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου γίνεται από ειδική επιτροπή της εταιρείας, στην οποία πρέπει να συμμετέχει τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης.

Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ

Το ΔΣ της εταιρείας ορίζει τους εσωτερικούς ελεγκτές. Η εταιρεία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή.

Οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείων, τραπεζικών λογαριασμών, συμβολαίων και χαρτοφυλακίων της εταιρείας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρείας (Moffett & Grand, 2011). Η συνεργασία και η παροχή σχετικών πληροφοριών τόσο από τα μέλη του ΔΣ όσο και από τους εργαζόμενους της εταιρείας πρέπει να είναι δεδομένη για τη σωστή λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου.

Ο εσωτερικός έλεγχος έχει τουλάχιστον τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Κανονισμού Εσωτερικής Λειτουργίας, του καταστατικού της εταιρείας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιρειών και της κεφαλαιαγοράς,
- αν τα συμφέροντα των μελών του ΔΣ έρχονται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα της εταιρείας, θα πρέπει να αναφέρονται στο ΔΣ,
- ενημερώνει συχνά το ΔΣ για το διενεργούμενο από αυτόν έλεγχο και παρίσταται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων,
- συνεργάζεται με τις Εποπτικές Αρχές και τις διευκολύνει με κάθε τρόπο στο έργο τους (Moffett & Grand, 2011).

Τα άτομα που ασκούν εσωτερικό έλεγχο σε μια εταιρεία θα πρέπει να έχουν την εμπιστοσύνη της ΓΣ των μετόχων, ότι ενεργούν αυτόνομα οικονομικά και λειτουργικά έτσι ώστε το έργο

τους να γίνεται με αντικειμενικότητα και πληρότητα. Το ΔΣ θα πρέπει να ασκεί ικανό και πλήρη έλεγχο στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου.

Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει να απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ, των οποίων η εξουσία, τα καθήκοντα και οι αρμοδιότητες περιγράφονται με ακρίβεια κατά το διορισμό τους από την Γενική Συνέλευση των μετόχων (Moffett & Grand, 2011).

Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου θα πρέπει τουλάχιστον:

- να απευθύνεται στο ΔΣ και να το ενημερώνει τακτικά. Η λειτουργία της θα πρέπει να ορίζεται με σαφήνεια και είναι ξεκάθαρη η συμμετοχή, εξουσία και τα καθήκοντά της,
- να συναντιέται σε τακτά χρονικά διαστήματα και να εκδίδει μηνιαία έκθεση εσωτερικού ελέγχου,
- να περιλαμβάνει στη σύνθεσή της τουλάχιστον δύο μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ,
- να έρχεται σε επικοινωνία με τους εσωτερικούς και τους εξωτερικούς ελεγκτές σε τακτά χρονικά διαστήματα,
- να έχει την εξουσιοδότηση από το ΔΣ να διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητές της, να της παρέχονται επαρκείς πόροι και εξοπλισμός και πρόσβαση σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για να εκτελέσει τα καθήκοντά της,
- να έχει την εξουσιοδότηση από το ΔΣ για να χρησιμοποιεί εξωτερικούς συμβούλους και όποτε χρειάζεται, να προσκαλεί εξωτερικούς εμπειρογνώμονες να παρακολουθούν τις συναντήσεις επιτροπής,
- να γνωστοποιεί η σύνθεσή της στην ετήσια έκθεση του ΔΣ της επιχείρησης.
- να έχει πλήρη πληροφόρηση από το ΔΣ σχετικά με την προοπτική της επιχείρησης. (Μπακιρτζάκη, 2010)

2.9.7. Δικαιώματα Ψήφου

Μία από τις σημαντικότερες εξουσίες που δίνει η κατοχή μετοχών είναι η άσκηση του δικαιώματος ψήφου. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι αυτή που δίνει το δικαίωμα ψήφου σε ό,τι αφορά την ίδια τη διαδικασία, το σύνολο των ψήφων σε αντιστοιχία με τις μετοχές και ποια ζητήματα θα πρέπει να τεθούν σε ψηφοφορία. Η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζεται άμεσα από το χρόνο που προκύπτει από τη στιγμή που θα εδραιωθούν τα θέματα προς ψηφοφορία κατά τη γενική συνέλευση μέχρι το τέλος της προθεσμίας υποβολής των απαιτούμενων δικαιολογητικών, ώστε οι μέτοχοι να μπορέσουν να λάβουν μέρος σε αυτήν. Όσο μεγαλύτερος ο χρόνος που παρεμβάλλεται από τη μία στην άλλη ημερομηνία, τόσο πλησιέστερες στις αρχές

της ορθής Εταιρικής Διακυβέρνησης θεωρούνται οι πρακτικές της εταιρείας. Ακόμη ένας δημοκρατικός παράγοντας θεωρείται η αξία που δίνεται σε μία ψήφο στην περίπτωση που δοθεί από φυσική παρουσία του ιδιοκτήτη του τίτλου, ή γίνει υποβολή εξ'αποστάσεως. Όσο ευκολότερη γίνεται μια ψηφοφορία σε μία εταιρεία για τους μετόχους, τόσο μεγαλώνει η προσέλευση του κοινού για τη λήψη αποφάσεων και περιορίζεται η αυθαιρεσία της διοίκησης (Χαρδούβελης, 2009).

Με την εισαγωγή των παγκόσμιων επενδύσεων και τη χρήση του διαδικτύου σε μεγάλο ποσοστό αυξήθηκε η σημασία της δι' αντιπροσώπου ή εξ' αποστάσεως ψηφοφορίας. Προς διευκόλυνση των μετόχων εισήχθηκε και η ψηφοφορία μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (email) (Καπράλος, 2007). Επίσης, η βαρύτητα κάθε ψήφου είναι παράγοντας όχι αμελητέος για την εταιρική διακυβέρνηση.

Στο δικαίωμα ψήφου εκτός από τη βασική αρχή (μία ψήφος ανά μετοχή) υπάρχουν τρεις εξαιρέσεις. Η πρώτη είναι αυτή στην οποία σε κάθε επενδυτή επιβάλλεται όριο στις ψήφους του ανεξάρτητα από το ποσό των μετοχών που του ανήκουν. Λόγω έλλειψης αντίστοιχης νομοθεσίας ως προς τις εξαγορές, οι υποστηρικτές της ισχυρίζονται ότι είναι απαραίτητη. Κάτι ανάλογο με το όριο των ψήφων είναι και η περιστολή στον αριθμό των μετοχών που μπορεί να ανήκουν σε έναν επενδυτή, φαινόμενο που εμφανίζεται σε κυρίαρχους κλάδους όπως οι τράπεζες και οι αμυντικές βιομηχανίες.

Η δεύτερη και η τρίτη εξαίρεση αφορούν τη μεροληπτική παραχώρηση δικαιωμάτων ψήφου. Κάποιες επιχειρήσει ή και συγκεκριμένες νομοθεσίες δίνουν σε κάποιες μετοχές το δικαίωμα πολλών ψήφων με το όνομα «χρυσές μετοχές». Οι υπερασπιστές αυτού του δικαιώματος διατηρούν την πεποίθηση πως είναι η ανταμοιβή στους παλαιότερους μετόχους της εταιρείας. Η έκδοση μετοχών άλλου είδους και η διαδικασία που ακολουθεί κάθε εταιρεία ως αμυντική στάση έναντι μιας επιθετικής εξαγοράς, είναι αυτά που διαφοροποιούν τις ψήφους μεταξύ τους.

Για τα θέματα που προκύπτουν σε μια εταιρεία ύστερα από συνάντηση της Γενικής Συνέλευσης (ΓΣ) και καταλήγουν σε ψηφοφορία, θα πρέπει να έχει ενεργή συμμετοχή και ο επενδυτής μέτοχος. Πρόκειται ίσως για το αποκορύφωμα του μετοχικού ακτιβισμού, την ενέργεια δηλαδή που ακολουθούν μέτοχοι μιας εταιρείας που λόγω προβληματικής εταιρικής διακυβέρνησης πιστεύουν ότι περιθωριοποιούνται. Πολλές φορές, εταιρείες ενώ έχουν διαμορφώσει κατάλληλα τη διεξαγωγή συμμετοχής των μετόχων στη ψηφοφορία, βλέπουν όλη τη διαδικασία να ακυρώνεται λόγω της περίπλοκης υποβολής προτάσεων που έχει υιοθετηθεί. Ανάμεσα στην εταιρεία και στους μετόχους ψηφοφόρους μπορεί να εμφανίζονται διαδοχικά

χρονοβόρα φαινόμενα με ενδιάμεσα στάδια, ειδικά αν οι μέτοχοι είναι στο εξωτερικό. Τα υπό συζήτηση θέματα, οι προτάσεις και οι απόψεις, θα πρέπει να αποσταλούν μέχρι τους διαχειριστές κεφαλαίων, τους επενδυτικούς συμβούλους και τους τελικούς μετόχους ψηφοφόρους (Κολλίντζας & Ψαλιδόπουλος, 2009). Στη συνέχεια, η ψήφος πρέπει να φτάσει στην αίθουσα του ΔΣ σε επαρκή χρόνο πριν τη ΓΣ των μετόχων. Έτσι, πολλές φορές έχουμε σαν αποτέλεσμα την εξουδετέρωση προτάσεων μικρομετόχων από τις αίθουσες των ΓΣ.

2.9.8. Αμυντικές πρακτικές κατά της εξαγοράς

Ένα εντυπωσιακό και παράλληλα ενδιαφέρον στρατηγικό μέσον επέκτασης μιας εταιρείας στον κόσμο των επιχειρήσεων είναι η εξαγορά μιας άλλης. Πολλές επιχειρήσεις που έχουν στοχοποιηθεί για την εξαγορά τους επιβάλλουν μέτρα προστασίας δίνοντας μεγαλύτερη εξουσία στη διοίκηση. Οι αμυντικές αυτές δραστηριότητες αν και τις περισσότερες φορές φτάνουν στο στόχο τους υποβιβάζουν το επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης και βάζουν σε κίνδυνο τις δημοκρατικές ενέργειες σε πολλές επιχειρήσεις. Έτσι προκύπτει ότι η εταιρική διακυβέρνηση έχει άμεση σχέση με τις επιθετικές εξαγορές ενώ ακόμα απασχολεί το γεγονός αν μια ανεπιθύμητη εξαγορά υπόκεινται από τις ελευθερίες ή και τη συμμετοχή την οποία μια εταιρεία παρέχει στη μετοχική της βάση

Σε μια επιχειρηματική αγορά όπου οι νομοθετικές αξίες είναι χαλαρές ως προς τις επιθετικές εξαγορές, εύκολα οι διοικήσεις αυξάνουν τις αποδόσεις και δείχνουν καλή συμπεριφορά με σκοπό να κρατήσουν τους μετόχους κοντά τους. Εξάλλου, ένα μεγάλο ποσοστό εταιρειών που υπέκυψαν σε επιθετική εξαγορά, αφορούσε εταιρείες με δυσαρεστημένους μετόχους από τον τρόπο διοίκησης. Όταν μια εταιρεία δε διακατέχεται από το φόβο της εξαγοράς, πολλές φορές υιοθετεί μια υπεροπτική συμπεριφορά έναντι των μετόχων. Ως αποτέλεσμα, πολλοί επενδυτικοί οίκοι θεωρούν ότι οι εταιρείες που έχουν λάβει τα κατάλληλα μέτρα έναντι των επιθετικών εξαγορών έχουν μεγαλύτερη αξία.¹⁷

2.9.9. Λογιστικά συστήματα & Αμοιβές στελεχών

Οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη προσοχή και ενδιαφέρον στους μισθούς και τα bonus των στελεχών μιας εταιρείας. Βέβαια, η προσοχή αυτή δεν ερμηνεύεται τόσο ως απαίτηση για χαμηλότερους μισθούς και bonus όσο για την επιθυμία δημοσιοποίησης αυτών των ποσών και της αιτιολογίας τους. Αυτό προκύπτει από την ανάγκη των μετόχων και των επενδυτών να γνωρίζουν τον τρόπο με τον οποίο η εταιρεία διαχειρίζεται τους πόρους της και με ποια

¹⁷ Περιοδικό «Μέτοχος και επενδύσεις», (2007), σελ.55, Ένθετο για την εταιρική διακυβέρνηση

κριτήρια ορίζει τις αμοιβές των στελεχών. Με την Εταιρική Διακυβέρνηση και την πλήρη δημοσιοποίηση των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης οι μέτοχοι έχουν τη δυνατότητα να εκτιμήσουν το έργο του κάθε στελέχους και να εκφράσουν ή όχι τις αντιρρήσεις τους για τις απολαβές του.

Η επιλογή ενός λογιστικού προτύπου αποτελεί σημαντική στρατηγική επιλογή της εταιρείας καθώς από αυτή την επιλογή εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό η εμπιστοσύνη που θα δείξουν οι υποψήφιοι επενδυτές και κατά συνέπεια αν θα εισρεύσουν νέα κεφάλαια στην εταιρεία. Η εταιρική διακυβέρνηση απαιτεί πλήρη νομιμότητα και διαφάνεια σε λογιστικό επίπεδο.¹⁸

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΡΕΥΝΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΚΟΡΥΦΑΙΕΣ 50 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΗΝΩΜΕΝΟΥ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ

3.1. Σκοπός της έρευνας

Προκειμένου να ερευνηθεί ο βαθμός συσχέτισης «επιτυχημένης λειτουργίας» και «υιοθέτησης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης» πραγματοποιήθηκε διαδικτυακή έρευνα στις 50 μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου.

Σκοπός ήταν να απαντηθούν δύο κύρια ερωτήματα. Αρχικά, ποια είναι η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης των μεγαλύτερων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου και αν τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά. Επίσης, εξετάζουμε αν υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμούς εταιρικής διακυβέρνησης και της βελτίωσης των οικονομικών στοιχείων των εταιρειών.

3.2. Δείγμα της έρευνας

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από μια ομάδα 50 εταιρειών που καταλαμβάνουν τις πρώτες θέσεις στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου με βάση τη χρηματιστηριακή τους αξία κατά το 2017. Τα στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης (στοιχεία διοικητικού συμβουλίου, επιτροπής εσωτερικού ελέγχου, επιτροπής αμοιβών, εξωτερικού ελεγκτή) συγκεντρώθηκαν χειροκίνητα

^{18 18} Περιοδικό «Μέτοχος και επενδύσεις», (2007), σελ55, *Ένθετο για την εταιρική διακυβέρνηση*

από τις ετήσιες εκθέσεις της κάθε εταιρείας για το 2017 που ανακτήθηκαν από την ιστοσελίδα της κάθε εταιρείας.

Όλες οι ετήσιες εκθέσεις περιείχαν πλήρη πληροφόρηση σχετικά με τα ποιοτικά στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης που αναζητούσαμε, με αποτέλεσμα να μην εξαιρεθεί καμία από τις 50 από το δείγμα.

Τα οικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν τις χρήσεις των τελευταίων 2 ετών, από το 2016 έως και το 2017, των 50 εταιρειών. Οι οικονομικές πληροφορίες ελήφθησαν από την ιστοσελίδα <https://uk.webfg.com/> (πρώην <http://www.digitallook.com/>).

3.3. Παρουσίαση «επιλεγμένων δεικτών» εταιρικής διακυβέρνησης

Για την εκπόνηση της σχετικής έρευνας, επιλέχθηκε η διερεύνηση των παρακάτω δεικτών της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης, που θα οδηγήσουν στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων:

- **Διοικητικό Συμβούλιο**

Οι ερευνητές έχουν αναγνωρίσει το διοικητικό συμβούλιο ως τον σημαντικότερο μηχανισμό ελέγχου στην εσωτερική δομή διακυβέρνησης μιας εταιρείας. (Fama και Jensen, 1983a και 1983b). Για τον έλεγχο της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με το συμβούλιο της εταιρείας, αντλήσαμε από τις ετήσιες εκθέσεις του 2017 των εταιρειών τα παρακάτω στοιχεία:

- **Διττότητα Προέδρου και CEO (Dual)**

Η διττότητα μεταξύ της ιδιότητας του Προέδρου και του CEO ορίζεται στη βιβλιογραφία ως ο διπλός διορισμός του ίδιου ατόμου για την κάλυψη των αναγκών και των δύο θέσεων. Οι περισσότερες σχετικές μελέτες συμφωνούν ότι ένα εκτελεστικό μέλος αποκτάει πολύ μεγάλη δύναμη αν έχει και τις δύο ιδιότητες (Adams et al., 2005). Θα εξετάσουμε αν υπάρχει σημαντική σχέση ανάμεσα στη διττότητα και την απόδοση της επιχείρησης

- **Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου (SizeBOD)**

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν αμφιλεγόμενα ευρήματα στη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και την απόδοση της εταιρείας. Παλιότερες μελέτες δείχνουν ότι πιο μικρά συμβούλια κάνουν την επιχείρηση πιο αποδοτική, κυρίως λόγω του χαμηλότερου κόστους συντονισμού και επικοινωνίας. (Lipton and Lorsch, 1992; Jensen 1993, Yermack, 1996, Eisenbergetal., 1998). Πιο πρόσφατες μελέτες όμως αποδεικνύουν ότι μεγαλύτερα

συμβούλια μπορούν να βελτιώσουν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης όταν υπόκεινται σε επαρκή εποπτεία (Lincketal 2008, Adams & Mehran 2012).

- **Ο Αριθμός των μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου (NoExIndBOD)**

Οι μη εκτελεστικοί ή ανεξάρτητοι διευθυντές παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στο διοικητικό συμβούλιο. Λόγω της ιδιότητας τους θεωρούνται πιο αποτελεσματικοί και αντικειμενικοί, αφού δεν έχουν άμεσα συμφέροντα κα οφέλη από την επιχείρηση. Θα ερευνήσουμε τη σχέση ανάμεσα στον αριθμό των μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών (**NoExIndBOD**) και του ποσοστού τους στο διοικητικό συμβούλιο (**NoExIndBOD%**) και την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης (Nguyen & Nielsen, 2010).

- **Εσωτερική επιτροπή ελέγχου (AUD)**

Η εσωτερική επιτροπή ελέγχου είναι υπεύθυνη για την παρακολούθηση της οικονομικής πληροφόρησης, της αποτελεσματικής λειτουργίας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, καθώς και για την εποπτεία και την παρακολούθηση του τακτικού ελέγχου και των θεμάτων που αφορούν στην αντικειμενικότητα και την ανεξαρτησία των νόμιμων ελεγκτών¹⁹. Θα εξεταστεί κατά πόσο βελτιώνουν την εταιρική διακυβέρνηση της επιχείρησης στοιχεία της επιτροπής ελέγχου όπως το μέγεθός της (**SizeAUD**), ο αριθμός των ανεξάρτητων μελών της (**NoExIndAUD**), ο αριθμός των μελών της με γνώσεις λογιστικής και ελεγκτικής (**FinAUD**) καθώς και ο αριθμός των συναντήσεών της (**MeetAUD**)

- **Επιτροπή Αμοιβών (REN)**

Η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια και επαγγελματισμό, και να είναι απαλλαγμένη από συγκρούσεις συμφερόντων. Για το σκοπό αυτό, θα πρέπει η διαδικασία αυτή να ανατίθεται σε μια επιτροπή αμοιβών του ΔΣ, αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη, στην πλειονότητά τους ανεξάρτητα.

Ο Κώδικας προτείνει η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών να αντανακλά το χρόνο απασχόλησής τους, καθώς και τις αρμοδιότητές τους. Σύμφωνα με τη βέλτιστη πρακτική, η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ δεν θα πρέπει να συναρτάται άμεσα με την

¹⁹ Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, (2013), σελ 9, Ελληνικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες

απόδοση της εταιρείας, ώστε να μην αποθαρρύνεται η διάθεση ενδεχόμενης αμφισβήτησης της Διοίκησης σε θέματα ανάληψης κινδύνων.

Η ύπαρξη ή όχι επιτροπής αποδοχών αποτελεί σημαντικό στοιχείο της ποιότητας Εταιρικής Διακυβέρνησης μιας επιχείρησης. Η επιτροπή αποδοχών προτείνει επίσης τους οικονομικούς στόχους που θα έπρεπε να πιάσει η εταιρεία προκειμένου να δοθούν bonus στα ανώτερα στελέχη καθώς και το ύψος αυτών των bonus. (**CEO Bonus**)

- **Έλεγχος από μια εκ των τεσσάρων μεγάλων ελεγκτικών εταιρειών (Big4)**

Η ύπαρξη ή όχι εξωτερικού ελέγχου και αν εντάσσεται στις τέσσερις μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρείες (Deloitte & Touche, Ernst and Young, KPMG, Price Waterhouse Coopers) είναι το τελευταίο στοιχείο ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης που θα μας απασχολήσει.

3.4. Παρουσίαση οικονομικών δεικτών

Για την μελέτη της σχέσης ποιοτικής διακυβέρνησης και της οικονομικής πορείας της εταιρείας, επιλέχθηκε η διερεύνηση των παρακάτω οικονομικών δεικτών, που θα οδηγήσουν στην εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων:

- Χρηματιστηριακή αξία ιδίων κεφαλαίων (**mvthouse**), μεγαλύτερες τιμές δηλώνουν και μεγαλύτερη αξία της επιχείρησης
- Αποδοτικότητα του ενεργητικού (**roa**)
- Νεπέριος λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (**lna**), όσο μεγαλύτερο, τόσο μεγαλύτερη και η εταιρεία
- Αριθμός αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής (**buy**), μεγάλος αριθμός αναλυτών προτείνουν τις μετοχές της εταιρείας για αγορά, φανερώνει εμπιστοσύνη στη μετοχή της εταιρείας
- Αριθμός αναλυτών που παρακολουθούν την εταιρεία (**analystfollowing**), όπως και με την προηγούμενη παράμετρο, μεγάλη τιμή του analystfollowing δηλώνει μεγαλύτερο ενδιαφέρον για την εταιρεία
- Η μεταβλητή **beat** παίρνει δυαδικές τιμές όπου $Beat = 1$ σημαίνει πως η μετοχή έχει καλύψει τις προβλέψεις των αναλυτών, σε διαφορετική περίπτωση έχουμε $Beat = 0$ otherwise (Davis & Tama-Sweet, 2012).
- Πάγιο ενεργητικό της προηγούμενης χρήσης ως προς το συνολικό ενεργητικό (**ppellta**)
- Μέτρο της χειραγώγησης των κερδών (**dac**), θέλουμε η τιμή του να είναι όσο το δυνατό μικρότερη. Τα συνολικά δεδομένα (AC) υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας το

μοντέλο Jones (Jones, 1991). Τα μη κανονικά δεδουλευμένα (discretionary accruals) προκύπτουν από το παρακάτω μοντέλο παλινδρόμησης (Kothari, Leone & Wasley, 2004)

$$AC_{i,t} = a_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + a_1 \Delta REV_{i,t} + a_2 PPE_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Όπου

$A_{i,t}$: είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων το έτος t.

$\Delta REV_{i,t}$: είναι η ετήσια μεταβολή στα έσοδα τη χρονική t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$PPE_{i,t}$: είναι τα μεγέθη property, plant and equipment τη χρονική περίοδο t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$e_{i,t}$: είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Τα κατάλοιπα της πιο πάνω παλινδρόμησης μας δίνουν τα Διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα (Kothari, Leone & Wasley, 2004)

- Δείκτης μεγέθυνσης των εσόδων (**revenuegrowth**)
- Το προβλεπόμενο καθαρό κέρδος για την επόμενη λογιστική περίοδο (**fp1**). Οι μεγάλες τιμές των προβλέψεων δηλώνουν κι εδώ την εμπιστοσύνη των αναλυτών στη μετοχή
- Λάθος πρόβλεψης αναλυτών, προέρχεται από την αβεβαιότητα που αποπνέει η επιχείρηση άρα θέλουμε η τιμή του fe να είναι όσο το δυνατό μικρότερη (Cotter et al, 2012; Horton et al, 2013) (**fe**)
- Κέρδη ανά μετοχή (**earningspershare**)
- Χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων (**mbv**)
- Μέρισμα ανά μετοχή (**dividendpershare**)
- Τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (**P/E**), μεγάλες τιμές της μεταβλητής αυτής δηλώνει ότι η μετοχή προτείνεται προς αγορά
- Δείκτης μεγέθυνσης των κερδών ανά μετοχή (**earningspersharegrowth**)
- Απόδοση μετοχής (**stock return**)
- Χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες (**cash flows from operating activities**)
- Μερισματική απόδοση (**dividendyield**)
- Χρηματοοικονομική μόχλευση (**gearing**)

3.5. Μεθοδολογία έρευνας

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε περιλαμβάνει την αρχική ανάλυση των «ποιοτικών» χαρακτηριστικών εταιρικής διακυβέρνησης, την κατηγοριοποίηση των πενήντα εταιρειών σε δύο εικοσιπεντάδες (υψηλού βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και χαμηλού), και τέλος την ανάλυση μεταξύ ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και των δεικτών οικονομικής απόδοσης των εταιρειών.

Για την ανάλυση της ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργήθηκε ένας δείκτης εταιρικής διακυβέρνησης (**GDIndex**) που προκύπτει από την παρακάτω συνάρτηση (2):

$$GDIndex = BInd + ACIndex + REN + Big4 + \frac{Bonus}{mv} \quad (2)$$

Όπου

$$BInd = Dual + NoExindBOD\% + \frac{SizeBOD}{10} + \frac{MeetBOD}{10} \quad (3)$$

και

$$ACIndex = AUD + \frac{SizeAUD}{10} + NoExIndAUD\% + \frac{FinAUD}{10} + FinAUD\% + \frac{MeetAUD}{10} \quad (4)$$

Ο δείκτης GDIndex της συνάρτησης (2), μας δίνει τον Συνολικό βαθμό Ποιότητας Εταιρικής Διακυβέρνησης που συγκεντρώνει η εκάστοτε εταιρεία, και ουσιαστικά προέρχεται από την πρόσθεση των δεικτών ACIndex (Ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης της εσωτερικής επιτροπής ελέγχου) και BInd (Ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης Διοικητικού Συμβουλίου) καθώς και της πρόσθεσης των παραμέτρων:

- REN, δυαδική τιμή (0, 1), με τιμή 1 όταν υφίσταται η Επιτροπή Αποδοχών και Υποψηφίων στελεχών
- Big4, δυαδική τιμή (0, 1), με τιμή 1 όταν ο εξωτερικός έλεγχος γίνεται από μία εκ των τεσσάρων μεγαλύτερων ελεγκτικών εταιρειών
- Bonus/mv, παίρνει τιμές μεταξύ 0 και 1, είναι η αναλογία μεταξύ bonus του CEO και της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας.

Ο δείκτης BInd (Ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης Διοικητικού Συμβουλίου) της συνάρτησης (3) δημιουργείται από την πρόσθεση των παραμέτρων:

- Dual, δυαδική τιμή (0, 1), με τιμή 1 όταν ο CEO και ο πρόεδρος είναι διαφορετικά άτομα
- NoExindBOD%, παίρνει τιμές από 0 έως 1, ποσοστό ανεξάρτητων/ μη εκτελεστικών διευθυντών στο ΔΣ
- SizeBOD/10, μέγεθος του ΔΣ, με τιμές από 0 έως 1,5
- MeetBOD/10, αριθμός συνελεύσεων του ΔΣ, με τιμές από 0 έως 2

Οι δύο τελευταίοι παράμετροι διαιρούνται με ένα ικανό αριθμό ώστε να μη δημιουργούν υπερβολικά μεγάλο πλεονέκτημα έναντι των υπόλοιπων παραμέτρων.

Ο δείκτης ACIndex (Ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης της εσωτερικής επιτροπής ελέγχου) της συνάρτησης (4) δημιουργείται από την πρόσθεση των παρακάτω παραμέτρων

- AUD, δυαδική τιμή (0, 1), με τιμή 1 όταν υφίσταται η επιτροπή
- SizeAUD/10, μέγεθος επιτροπής με τιμές από 0 έως 1
- NoExIndAUD%, παίρνει τιμές από 0 έως 1, ποσοστό ανεξάρτητων μελών στην επιτροπή
- FinAUD/10, παίρνει τιμές από 0 έως 1, αριθμός ατόμων στην επιτροπή με γνώσεις ελεγκτικής και λογιστικής
- FinAUD%, παίρνει τιμές από 0 έως 1, ποσοστό μελών με γνώσεις λογιστικής στην επιτροπή
- MeetAUD/10, αριθμός συνελεύσεων της επιτροπής, με τιμές από 0 έως 1

Τρεις παράμετροι διαιρούνται με ένα ικανό αριθμό ώστε να μη δημιουργούν υπερβολικά μεγάλο πλεονέκτημα έναντι των υπόλοιπων παραμέτρων.

Για την σύγκριση των οικονομικών αποτελεσμάτων των εταιρειών ως προς τον βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης που συγκέντρωσαν, χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές όπως παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη ενότητα.

Μετά τον υπολογισμό του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης για το σύνολο των 50 εταιρειών, έγινε σύγκριση μεταξύ των 25 που συγκέντρωσαν τον υψηλότερο δείκτη και των 25 που είχαν το χαμηλότερο σε σχέση με τα επιμέρους χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και των οικονομικών τους στοιχείων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΕΥΡΗΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ

Πέρα των γενικών στατιστικών στοιχείων που προκύπτουν από την ανάλυση των πρώτων αποτελεσμάτων, βασικός στόχος της έρευνας, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων σε δύο βασικά ερωτήματα. Το πρώτο αφορά την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στις κορυφαίες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου και κατά πόσο πηγάζουν κοινά ποιοτικά χαρακτηριστικά, ενώ το δεύτερο έχει να κάνει με το εάν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Η σύγκριση πραγματοποιήθηκε μεταξύ των πρώτων είκοσι πέντε εταιρειών σε βαθμό ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και των τελευταίων είκοσι πέντε.

4.1. Σχέση ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και ποιοτικών χαρακτηριστικών

Προχωρώντας σε μία πρώτη ανάλυση των στατιστικών στοιχείων του δείγματος, αξίζει να καταγράψουμε και να αναφέρουμε τα παρακάτω στοιχεία:

- Το 98% των εταιρειών διαθέτει ανεξάρτητο CEO και μόνο στο 2% παρατηρείται ταύτιση του Προέδρου και του CEO (Πίνακας 5). Ο διαχωρισμός της εξουσίας του Προέδρου και του Εκτελεστικού Διευθύνοντα συμβούλου σε δύο άτομα προτείνεται από τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου και οι εταιρείες του χρηματιστηρίου του Λονδίνου δείχνουν να ακολουθούν την πρόταση αυτή με ελάχιστες εξαιρέσεις.
- Ο μέσος όρος μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ανέρχεται σε 9,02 μέλη ανά εταιρεία.
- Ο μέσος αριθμός συναντήσεων του Διοικητικού Συμβουλίου ανέρχεται σε 7,72 συναντήσεις ανά έτος. Τα ΔΣ των εισηγμένων εταιρειών συνεδριάζουν περίπου κάθε δύο μήνες. Ο κώδικας δεν αναφέρει βέλτιστο αριθμό συνεδριάσεων, απλά πως θα πρέπει ο αριθμός να είναι ικανός ώστε τα ΔΣ να εκτελούν τα καθήκοντά τους πλήρως.
- Το σύνολο των επιχειρήσεων διαθέτει μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα μέλη και ο μέσος όρος τους ανέρχεται σε 5,66 άτομα. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 92% των εταιρειών διαθέτουν μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα μέλη σε ποσοστό μεγαλύτερο από το 50% των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. (Πίνακας 6). Η ύπαρξη αρκετών μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι μεγάλης σημασίας για τους πιθανούς επενδυτές. Τα μη εκτελεστικά, ανεξάρτητα μέλη τους εξασφαλίζουν μεγαλύτερη σιγουρά πως το ΔΣ θα αποφασίζει με γνώμονα τα συμφέροντα της εταιρείας και όχι των μεγαλοστελεχών.
- Το σύνολο των εταιρειών διαθέτουν τόσο εσωτερική επιτροπή ελέγχου όσο και επιτροπή αποδοχών. Ο μέσος αριθμός μελών της επιτροπής ελέγχου είναι 4 μέλη εκ των οποίων

επαρκείς γνώσεις ελεγκτικής και λογιστικής κατέχει κατά μέσο όρο 1,4 μέλη, ενώ ο μέσος αριθμός συναντήσεων της ίδιας επιτροπής ανέρχεται σε 4,4 συναντήσεις ανά έτος.

- Το σύνολο των επιχειρήσεων συνεργάζεται με εταιρεία εξωτερικών ελεγκτών και μόνο 6 % με εταιρεία εκτός της πρώτης τετράδας. Από τις τέσσερις μεγαλύτερες ελεγκτικές εταιρείες τα πρωτεία κατέχει η Deloitte LLP με 32%, ενώ ακολουθεί οριακά πιο πίσω η PricewaterhouseCoopers LLP με 28% . Τρίτη είναι η KPMG LLP με 22% με τέταρτη την Ernst & Young LLP με 12%. Τελευταίες έρχονται η Grant Thornton UK LLP (4%) και η BDO LLP με 2% (Γράφημα 10). Αναλύοντας τα παραπάνω στοιχεία μπορούμε εύκολα να καταλήξουμε ότι οι μεγάλες εταιρείες αισθάνονται μεγαλύτερη ασφάλεια όταν συνεργάζονται με αντίστοιχα μεγάλες εξωτερικές ελεγκτικές εταιρείες.

- Ως προς τα bonus, το 90% των επιχειρήσεων προχώρησε στην απόδοση bonus στα CEO, ενώ μόλις το 10% δεν απέδωσε bonus. Από το 10% που δεν πήρε bonus, το 4% δεν πήρε γιατί δεν ήταν επιλέξιμο να πάρει, το 4 % επειδή παραιτήθηκε του δικαιώματος και το 2% ενώ εκπλήρωσε τους οικονομικούς στόχους αποφάνθηκε για λόγους βελτίωσης της εταιρικής εικόνας να μην προχωρήσει στην απόδοση bonus.. Όπως ήταν και αναμενόμενο το ποσοστό του bonus των CEO μειώνεται όσο αυξάνεται η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Έτσι για τις πρώτες 25 σε αξία επιχειρήσεις, ο μέσος όρος του bonus ανέρχεται σε 23,45% της αξίας της επιχείρησης, ενώ στις υπόλοιπες 25 αυξάνεται σε 36,50%. Σημαντική παράμετρος για τους πιθανούς επενδυτές και λοιπούς ενδιαφερόμενους είναι το γεγονός ότι στο σύνολό τους όλες οι εταιρείες του δείγματος ανέφεραν τα ποσά αποδοχών και bonus των στελεχών στην ετήσιά τους έκθεση καθώς και αναλυτική αναφορά της επιτροπής αποδοχών για τη διαδικασία επιλογής των ποσών.

Στη συνέχεια προχωράμε στον διαχωρισμό του δείγματος σε εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης.

Κατά τη σύγκρισή τους προκύπτουν τα παρακάτω:

- Ο μέσος όρος του βαθμού ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών «υψηλού» βαθμού είναι 9,30 ενώ του χαμηλού βαθμού είναι 8,34.
- Ο μέσος όρος του δείκτη ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης του διοικητικού συμβουλίου (BInd) είναι 3,52 για τις εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και 3,03 για τις «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης.

Αυτό προκύπτει επειδή:

- Οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης έχουν κατά μέσο όρο 10,16 μέλη διοικητικού συμβουλίου και 67,12% των μελών είναι μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα, σε αντίθεση με τις εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες παρουσιάζουν κατά μέσο όρο 7,88 μέλη διοικητικού συμβουλίου εκ των οποίων το 57,38% των μελών είναι μη εκτελεστικά ή ανεξάρτητα.
- Οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης πραγματοποιούν κατά μέσο όρο 8,36 συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου ανά έτος ενώ οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης πραγματοποιούν κατά μέσο όρο 7,08 συνεδριάσεις ΔΣ ανά έτος.
- Ο μέσος όρος του δείκτη ACIndex (Ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης της εσωτερικής επιτροπής ελέγχου) είναι 3,48 για τις εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και 3,13 για τις «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης.

Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι:

- Οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης έχουν κατά μέσο όρο 4,36 μέλη της εσωτερικής επιτροπής ελέγχου εκ των οποίων το 40,44% κατέχει γνώσεις ελεγκτικής και λογιστικής σε αντίθεση με τις εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες παρουσιάζουν κατά μέσο όρο 3,64 μέλη εσωτερικής επιτροπής ελέγχου και αντίστοιχο ποσοστό μελών με γνώσεις ελεγκτικής και λογιστικής σε 31,67%.
- Οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης πραγματοποιούν κατά μέσο όρο 4,92 συνεδριάσεις της επιτροπής ελέγχου ανά έτος ενώ οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης πραγματοποιούν κατά μέσο όρο 3,88 συνεδριάσεις ΔΣ ανά έτος.
- Ως προς την ύπαρξη επιτροπής αποδοχών δεν παρατηρείται διαφορά καθώς το σύνολο των εταιρειών τη διαθέτει. Οι αναφορές των επιτροπών αποδοχών στην ετήσια έκθεση κάθε εταιρείας παρουσιάζουν με κάθε λεπτομέρεια τις διαδικασίες επιλογής των ποσών ανταμοιβής των υψηλόβαθμων στελεχών, τις προτάσεις τους για αντικατάσταση μελών του ΔΣ, τα στοιχεία των μελών της καθώς και αναφορά των συναντήσεων της.
- Τέλος, δεν παρουσιάζεται διαφορά ως προς τον μέσο όρο του bonus σε σχέση με την χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων καθώς παρατηρείται κοινό ποσοστό που ανέρχεται περίπου στο 30%.

Κρατώντας ως σταθερή μεταβλητή το BInd (Ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης Διοικητικού Συμβουλίου) προκύπτει ότι μόνο το 16% των εταιρειών «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζει υψηλό βαθμό Ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης Διοικητικού Συμβουλίου, ενώ κρατώντας ως σταθερή μεταβλητή το ACIndex το ποσοστό παραμένει σταθερό σε 16%.

4.2. Σχέση ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και οικονομικής απόδοσης των εταιρειών

Ύστερα από την κατάταξη των εταιρειών σε εταιρείες με «υψηλό» και «χαμηλό» Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης (GDIndex) και συγκρίνοντας τις οικονομικές τους παραμέτρους, όπως αυτές παρουσιάστηκαν στην ενότητα 3.4, παρατηρείται:

- αρνητική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματιστηριακής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, καθώς οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν πολύ καλύτερη απόδοση.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA). Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να αξιοποιεί τα Συνολικά Κεφάλαια της και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων. Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθεσίμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας επιχείρησης από τη διοίκηση. Αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων σημαίνει, αυτόματα, μεγαλύτερη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν πως οι εταιρείες με χαμηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, είχαν λίγο υψηλότερο δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA). Βέβαια, ο δείκτης ROA παρουσιάστηκε ανεβασμένος για το 2017 στις περισσότερες επιχειρήσεις του δείγματος.
- θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη Ina. Οι εταιρείες με μεγαλύτερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, είχαν και μεγαλύτερες τιμές του δείκτη Ina (νεπέριος λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού), που μας δείχνει ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες είχαν και ποιοτικότερη διακυβέρνηση.
- αρνητική (οριακά) συσχέτιση μεταξύ του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και του αριθμού αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής. Οριακά μεγαλύτερος ήταν ο

αριθμός των αναλυτών που προτείνουν την αγορά μετοχής από τις εταιρείες μικρότερου δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Δε μπορεί να εξαχθεί κάποιο συμπέρασμα με βάση μόνο αυτό το στοιχείο καθώς οι τιμές δεν είχαν μεγάλη απόκλιση.

- σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και του αριθμού αναλυτών που παρακολουθούν την εταιρεία. Οι αναλυτές εμπιστεύονται τις εταιρείες με ποιοτικότερη διακυβέρνηση, γεγονός που θα βοηθήσει τις εταιρείες αυτές να προσελκύσουν νέους επενδυτές.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και δείκτη μεγέθυνσης των εσόδων. Από την έρευνά μας προέκυψε ότι ενώ κατά μέσο όρο τόσο οι εταιρείες υψηλού δείκτη διακυβέρνησης όσο και οι χαμηλού δείκτη διακυβέρνησης είχαν θετικό δείκτη μεγέθυνσης εσόδων, αυτές με το χαμηλότερο δείκτη είχαν περισσότερα έσοδα για το 2017 σε σχέση με το 2016.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και κερδών ανά μετοχή. Όπως και με τον προηγούμενο δείκτη, έτσι και εδώ, ενώ όλες οι εταιρείες κατά μέσο όρο είχαν αυξημένη τιμή του δείκτη κερδών ανά μετοχή, αυτές με το χαμηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης είχαν καλύτερες τιμές στο συγκεκριμένο δείκτη.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Το χαρακτηριστικό mbn που είναι η χρηματιστηριακή προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και η οποία εκφράζει τον αριθμό μεγέθυνσης της εταιρείας, ενώ ήταν θετικό για τις περισσότερες εταιρείες, ωστόσο παρουσίασε πολύ μεγάλες τιμές για δύο ανερχόμενες εταιρείες με χαμηλότερο του μέσου όρου δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης με συνέπεια να παρουσιαστεί αρνητική η συσχέτιση μεταξύ του GDIndex και του mbn ενώ στην πραγματικότητα οι εταιρείες με μεγαλύτερο GDIndex παρουσιάζουν στο σύνολό τους καλύτερο αριθμό μεγέθυνσης της εταιρείας.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και μερίσματος ανά μετοχή. Οι ανερχόμενες εταιρείες με χαμηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης μοίρασαν υψηλότερα μερίσματα ανά μετοχή για το 2017. Δε μπορεί να βγει κάποιο βέβαιο πόρισμα σχετικά με την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και τα μερίσματα ανά μετοχή, καθώς οι εταιρείες με υψηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να βρίσκονται ακόμη στο στάδιο της ανάπτυξης και να επιλέγουν να επανεπενδύουν τα κέρδη τους αντί να πληρώσουν τους μετόχους.

- θετική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και του δείκτη τιμής προς κερδών ανά μετοχή. Ο αριθμοδείκτης P/E είναι ο λόγος μεταξύ της τιμής αγοράς ανά μετοχή και των ιδίων κεφαλαίων που κερδίζει ανά μετοχή. Η αναλογία αυτή μας βοηθάει να κάνουμε μια εκτίμηση όσον αφορά την μελλοντική αξία μιας μετοχής, και χρησιμοποιείται ευρέως από τους επενδυτές για να αποφασίσουν αν θα αγοράσουν μετοχές μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Η σχέση τιμής και κερδών (P/E) αποτελεί την πλέον διαδεδομένη και προτιμώμενη μέθοδο αποτίμησης των μετοχών εταιρειών. Μέσω αυτής της σχέσης, κεφαλαιοποιούνται στην πραγματικότητα τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας (Γκίκας et al 2010). Αυτό το μέγεθος παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μελλοντικούς επενδυτές, καθώς μας δείχνει ότι οι μετοχές των εταιρειών με υψηλότερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης προτείνονται για αγορά καθώς έχουν υψηλότερο δείκτη τιμής προς κερδών ανά μετοχή.
- αρνητική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και δείκτη μεγέθυνσης των κερδών ανά μετοχή. Από την έρευνα δεν προέκυψε ξεκάθαρη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης και των κερδών ανά μετοχή.
- θετική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και χρηματοροών από λειτουργικές δραστηριότητες. Φυσιολογικά, μια επιχείρηση πρέπει να έχει, ιδίως μακροχρόνια, θετικές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Αρνητικές ροές έχουν συνήθως επιχειρήσεις σε φάση έντονης ανάπτυξης στην οποία οι πραγματοποιούμενες επενδύσεις δεν έχουν αρχίσει να αποδίδουν (Ευθύμογλου & Λαζαρίδης 2000). Η έρευνά μας παρουσιάζει μεγαλύτερες χρηματοροές από λειτουργικές δραστηριότητες στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης. Πιθανοί επενδυτές φυσικά θα ενδιαφέρονται περισσότερο για αυτές τις εταιρείες που έχουν αποτελεσματικότερη οικονομική διαχείριση.
- θετική συσχέτιση μεταξύ βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης και μερισματικής απόδοσης. Ο αριθμοδείκτης αυτός αξιολογεί τη σχέση μεταξύ των μερισμάτων ανά μετοχή που καταβλήθηκε και της αγοραίας αξίας των μετοχών. Συνεπώς, πρόκειται ως ένα μέτρο της απόδοσης των επενδύσεων σε διαθέσιμα. Οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για τα κέρδη που διανέμονται και καταβάλλονται σε αυτούς ως μέρισμα Νιάρχος, Ν. (2002). Η έρευνά μας έδειξε πως οι εταιρείες με πιο ποιοτική εταιρική διακυβέρνηση αποτελούν καλύτερη επιλογή για τους μετόχους.

Τα παραπάνω αποτελέσματα συνοψίζονται και στον πίνακα 3 του παραρτήματος Α.

Καθότι, στις περισσότερες οικονομικές παραμέτρους, παρατηρείται αρνητική συσχέτιση μπορούμε να καταλήξουμε σε ένα πρόοιμο συμπέρασμα ότι στις εταιρείες «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με αυτές χαμηλού βαθμού, παρουσιάζεται μία βελτίωση στην «εικόνα» της εταιρείας παρά βελτίωση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων.

Προκειμένου, να αναλύσουμε καλύτερα το μέγεθος των συσχετίσεων προχωρήσαμε στην σύγκριση των δεικτών αποδοτικότητας μεταξύ των εταιρειών «υψηλού» και «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης για τις χρήσεις του 2016 και 2017, εξετάζοντας όχι απλά το αν παρουσίασαν θετικό ή αρνητικό πρόσημο αλλά το μέγεθος των αλλαγών (πίνακας 4, Παράρτημα Α).

Μάλιστα, από την σύγκριση προκύπτουν και κάποια ιδιαίτερα σημαντικά ευρήματα, που μαρτυρούν ότι οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης, παρουσιάζουν πολύ καλύτερες αποδόσεις σε οικονομικούς δείκτες όπως:

- Της Χρηματιστηριακής αξίας όπου είναι 854 έναντι 63
- Του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA) όπου ανέρχεται σε 11,30 έναντι 0,23 αποδεικνύοντας ότι οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης επιδεικνύουν μεγαλύτερη ικανότητα της διοίκησης στο να αξιοποιεί τα Συνολικά Κεφάλαια (δηλαδή τα Ίδια Κεφάλαια, τα κεφάλαια των μετόχων), και Ξένα Κεφάλαια (δάνεια από τράπεζες, πιστώσεις από προμηθευτές-πιστωτές κ.λπ.), και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη, ανεξάρτητα του τρόπου κατανομής της αποδοτικότητας αυτής μεταξύ των Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων.
- Του αριθμού αναλυτών που προτείνουν αγορά της μετοχής που αυξήθηκε κατά 0,28 έναντι 0,02. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης συγκεντρώνουν περισσότερες πιθανότητες να αντλήσουν άμεσα κεφάλαια από μελλοντικούς μετόχους σε σχέση με αυτές του «υψηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης.
- Του δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, όπου είναι 22,36 έναντι 0,08
- Των μερισμάτων ανά μετοχή, 7,04 έναντι -0,10
- Του δείκτη μεγέθυνσης των κερδών ανά μετοχή, όπου ανέρχεται σε 28,87 έναντι -0,18

Αντίθετα, παρουσιάζουν και κάποιες σημαντικές μειώσεις σε δείκτες όπως:

- Αριθμού αναλυτών που παρακολουθούν την εταιρεία, όπου παρουσίασαν μείωση κατά 3,35 έναντι αύξησης κατά 0,06
- Χειρότερη απόδοση ως προς των δείκτη χρηματοροών από λειτουργικές δραστηριότητες (-100 έναντι -26 των εταιρειών «υψηλού βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης»)
- Δείκτη μερισματικής απόδοσης όπου παρουσιάζουν αρνητική εξέλιξη σε σχέση με το 2016, έναντι θετικής των εταιρειών «υψηλού βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης»

Σε γενικές γραμμές, παρότι οι εταιρείες «χαμηλού» βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν μία καλύτερη τρέχουσα εικόνα ως προς τους οικονομικούς τους δείκτες, και κατά συνέπεια φαίνεται να αποτελούν μία πιο προσιτή λύση για τους υποψήφιους επενδυτές, η αύξηση του αριθμού αναλυτών που παρακολουθούν την πορεία της μετοχής και η «καλύτερη» απόδοση των δεικτών χρηματοροών από λειτουργικές δραστηριότητες (που δείχνει τις μακροπρόθεσμες τάσεις), που επιδεικνύουν οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού διακυβέρνησης, μπορεί να αποτελούν ικανοποιητικούς παράγοντες για την μακροπρόθεσμα διασφάλιση των πιθανών επενδυτών

4.3. Σύγκριση ευρημάτων μεταξύ ερευνών ελληνικών εταιρειών

Επανερχόμενοι στην ελληνική πραγματικότητα, όπως προκύπτει από την έρευνα της Φουρτουνίδου Σ. (2018), αναλύοντας τα αντίστοιχα πεδία, προκύπτει ότι:

- Ο μέσος όρος του αριθμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι 8,5
- Ο μέσος όρος του αριθμού ανεξαρτήτων ή μη εκτελεστικών μελών ανέρχεται σε 4,9 (Ποσοστό 57,65% επί του συνολικού αριθμού μελών του ΔΣ)
- Μόνο το 78% των εταιρειών χρησιμοποιεί την επιτροπή ελέγχου.
- Η επιτροπή αποδοχών και επιλογής στελεχών φαίνεται ότι διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο καθώς καθορίζει τις υποχρεώσεις των μελών του ΔΣ
- Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ αποτελεσμάτων ελέγχου και ROE
- Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ δικαιώματος σύγκλισης ειδικών συναντήσεων των μετόχων και του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA)
- Η μη ύπαρξη αλληλεπιδράσεων μεταξύ των διευθυντών παρουσιάζει θετική επίδραση στην αύξηση του δείκτη πωλήσεων και του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA)
- Δεν υπάρχει εμφανής συσχέτιση μεταξύ της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου και της απόδοσης της επιχείρησης

- Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της διτότητας του CEO και του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA)
- Δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ του αριθμού ανεξαρτήτων ή μη εκτελεστικών μελών και απόδοσης της εταιρείας

Επίσης, σύμφωνα με την έρευνα της Καραφλιά Αυρ. (2012) προκύπτει ότι υφίσταται θετική συσχέτιση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων

Από την σύγκριση των αποτελεσμάτων της έρευνας μας και αυτών σχετικά με την ελληνική πραγματικότητα, προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα.

- Δεν παρατηρείται σημαντική απόκλιση ως προς τον μέσο όρο του αριθμού των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (8,5 έναντι 9,02)
- Παρατηρείται, σχετικά χαμηλός αριθμός ανεξάρτητων ή μη εκτελεστικών μελών ΔΣ στις ελληνικές εταιρείες σε σχέση με αυτές του Ηνωμένου Βασιλείου (περίπου 4,9 έναντι 5,66).
- Δεν αξιολογείται ουσιαστικά η Επιτροπή Ελέγχου όταν στις αντίστοιχες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στη στελέχωση και λειτουργίας της
- Υπάρχει θετική συσχέτιση εταιρικής διακυβέρνησης και κερδοφορίας
- Δεν υπάρχουν συγκρίσιμα αποτελέσματα σχετικά με τις υπόλοιπες οικονομικές παραμέτρους

Όπως εύκολα μπορούμε να συμπεράνουμε, βρισκόμαστε σε πρώιμο επίπεδο σχετικά με τις ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο ως προς την εταιρική διακυβέρνηση. Η βελτίωση της θέσης της Ελλάδας στον παγκόσμιο πίνακα προστασίας επενδυτών από την 125η θέση το 2012 στην 41η το 2017 (Γράφημα 11) αποδεικνύει τη συνεχή βελτίωση. Παρότι όμως, οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις έχουν εναρμονιστεί σε πολλά, εντούτοις πρέπει να γίνουν σημαντικά βήματα για την ουσιαστική υιοθέτηση και εφαρμογή των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, και όλα αυτά μάλιστα με μία κοινή παραδοχή – την αποδοχή των συστημάτων από τις ίδιες εταιρείες, χωρίς την ψήφιση σχετικών νομολογιών, που θα αποδείξει ότι κατανοούν τα πλεονεκτήματα που μπορούν να έχουν αλλά και το ότι χωρίς την εφαρμογή συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης δεν θα μπορέσουν να λειτουργήσουν ανταγωνιστικά στο νέο επιχειρηματικό περιβάλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

5.1 Συμπεράσματα

Όπως προκύπτει από τα συμπεράσματα της έρευνας αλλά και τη σύγκριση τους με τα αποτελέσματα των ερευνών στην Ελλάδα, η υιοθέτηση και εφαρμογή συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης όχι απλά συσχετίζεται θετικά με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων αλλά αποτελεί και προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία τους μέσα στην παγκόσμια αγορά. Αυτό προκύπτει από τον υψηλό βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης που συγκεντρώνουν οι κορυφαίες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, και οι οποίες όπως προκύπτει από τους σχετικούς δείκτες δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην ουσιαστική εφαρμογή της τόσο ως προς την σύσταση και λειτουργία του ΔΣ όσο και ως προς την σύσταση και λειτουργία των υπολοίπων επιτροπών.

Αυτό το οποίο δεν προκύπτει από τα ευρήματα της έρευνας μας, είναι ότι δεν υφίσταται ξεκάθαρη σχέση μεταξύ του βαθμού ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Έτσι, ενώ θα περιμέναμε οι εταιρείες «υψηλού» βαθμού διακυβέρνησης να σημειώνουν καλύτερη απόδοση στους οικονομικούς τους δείκτες, εντούτοις αυτό που προκύπτει είναι μάλλον το αντίστροφο. Ωστόσο, αυτό που φαίνεται να είναι ξεκάθαρο, είναι ότι όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης τόσο μεγαλύτερο είναι τον ενδιαφέρον των ερευνητών και αναλυτών που μελετούν την μετοχή και κατά συνέπεια της δυνατότητας προσέλκυσης νέων επενδυτών. Άλλωστε, τόσο για μετόχους όσο και για τους μελλοντικούς επενδυτές οποιασδήποτε εταιρείας ο βαθμός εταιρικής διακυβέρνησης είναι αυτός που καθορίζει κατά κύριο λόγο τον βαθμό ασφαλείας τους, καθώς πέρα από το γεγονός ότι από την αρχή τους δίνει σημαντικά αξιοποιήσιμα στοιχεία τόσο σχετικά με τα οικονομικά της εταιρείας όσο και για τον τρόπο λειτουργίας της, στη συνέχεια τους επιτρέπει να ελέγχουν την πορεία της, να ενημερώνονται για την αναθεώρηση των στόχων και να συμμετέχουν έμμεσα στη διοίκησή της.

Βέβαια, καθώς μιλάμε για οργανωμένες επιχειρήσεις που εφαρμόζουν επί της ουσίας της εταιρική διακυβέρνηση, οι αποκλίσεις στην ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης ίσως να μην κρίνονται ιδιαίτερα σημαντικές ώστε να οδηγήσουν σε εμφανή αποτελέσματα για το εάν επηρεάζει και την αποδοτικότητά τους.

Επίσης, επειδή η ανάλυση της οικονομικής αποδοτικότητας πραγματοποιείται για βραχυχρόνια περίοδο, υπάρχει περίπτωση να μην επηρεάζεται τόσο από την εταιρική διακυβέρνηση, και ίσως χρίζει σε μελλοντική έρευνα περαιτέρω σύγκρισης σε μακροχρόνια περίοδο ώστε να

αναλυθούν σε βάθος η θετική απόδοση ή ο περιορισμός των απωλειών που οι εταιρείες μπορεί να επιδεικνύουν σε σχέση με τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες.

Τέλος, η μη ύπαρξη ανάλογης έρευνας στις εισηγμένες ελληνικές επιχειρήσεις του ΧΑΑ από επίσημους φορείς δεν καθιστά απολύτως συγκρίσιμα τα αποτελέσματα της έρευνας μας με την ελληνική πραγματικότητα. Έτσι, ενώ διαφαίνεται ότι ύστερα από την εφαρμογή της νομοθεσίας για τις εισηγμένες εταιρείες οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να τηρούν το ελάχιστο των απαιτήσεων που ορίζει η τρέχουσα νομοθεσία, στην πραγματικότητα δεν υπάρχουν επαρκή στοιχεία για τον ουσιαστικό βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης τους.

Αυτό που γίνεται ξεκάθαρο, είναι ότι εάν οι ελληνικές επιχειρήσεις, επιθυμούν να επεκταθούν σε νέες αγορές ή να προσελκύσουν νέους επενδυτές, ή να αναζητήσουν χρηματοδότηση όχι απλά θα πρέπει να τηρήσουν ουσιαστικά τον κώδικα εταιρικής τους διακυβέρνησης όπως αυτός προκύπτει από την νομοθεσία, αλλά θα πρέπει να καταβάλουν ουσιαστικές προσπάθειες στο να κάνουν την εσωτερική διακυβέρνηση κομμάτι των εργασιών και να την θεωρήσουν ως βασικό εργαλείο της λειτουργίας τους. Έτσι, ακολουθώντας το παράδειγμα της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου όπου οι επιχειρήσεις έχουν αξιοποιήσει στο έπακρο τις συμβουλές του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, θα τους δοθεί η ευκαιρία να φτάσουν σε βαθμό εταιρικής διακυβέρνησης τις ξένες επιχειρήσεις και αγορές και να μπορέσουν να τις ανταγωνιστούν επί ίσοις όροις.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, Α., & Σουγλέ, Γ. (2010), *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Γ.Μπένου.
- Γκίκας, Δ. Χ. (2002), *Η Ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Γ. Μπένου.
- Ευθύμογλου, Π., & Λαζαρίδης, Ι. (2000), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων (τόμος Α')*, Πειραιάς, αυτοέκδοση.
- Καφούσης, Γ. Ν. (1991), *Ανάλυση και κριτική διερεύνηση χρηματοοικονομικών καταστάσεων*, Αθήνα, αυτοέκδοση.
- Λαζαρίδης Θ., Δρυμπέτας Ε. (2011), *Εταιρική διακυβέρνηση : Διεθνής πρακτική και ελληνική εμπειρία*, Εκδόσεις Σοφία, Θεσσαλονίκη
- Μούζουλας Σ. (2003), *Εταιρική διακυβέρνηση (Corporate governance)*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα
- Μούζουλας Σ. (2003), *Ο Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση : Κατ' άρθρο ερμηνεία: Αξιολόγηση από τη σκοπιά των θεσμικών επενδυτών*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα
- Μπακιρτζάκη, Μ. (2010), *Εταιρική Διακυβέρνηση & Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη στη Διαμόρφωση Στρατηγικής: Η Περίπτωση της Τράπεζας Πειραιώς*, Διπλωματική εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων.
- Νιάρχος, Ν. (2002), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Α. Σταμούλης.
- Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Α. και Σπανός, Α., (2003). *Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα
- Τραυλός, Ν. Γ., (2003), *Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα*, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 1 2.
- Τσακλάγκανος, Α, (2015) *Εισαγωγή στην οικονομική των επιχειρήσεων*, Αφοί Κυριακίδη Εκδόσεις ΑΕ, Θεσσαλονίκη

Τσάμης, Α. (1989), *Προβλήματα Επιλογής και αξιοπιστίας Αριθμοδεικτών*, Αθήνα, Εκδόσεις Interbooks

Φλώρου Α., (2006), *Εταιρική Διακυβέρνηση και Προστασία Επενδυτών*, Πανεπιστήμιο Μακεδονία, Θεσσαλονίκη

Ξένη Βιβλιογραφία

Ετήσιες εκθέσεις για το 2017 των παρακάτω 50 εισηγμένων εταιρειών του Ην. Βασιλείου

Acacia Mining	Electrocomponents	Inchcape	Pennon Group	Spectris
Aggreko	Evraz	Inmarsat	Playtech	Spirax-Sarco Engineering
Bellway	FirstGroup	Intermediate Capital Group	Polymetal International	Sports Direct
Booker Group	GVC Holdings	James Fisher & Sons	PZ Cussons	Synthomer
Centamin	Halma	JD Sports	Qinetiq	Tate & Lyle
Cineworld	Hays	KAZ Minerals	Redrow	Tullow Oil
Cranswick	Hikma	Meggitt PLC	Rightmove	UBM
Dixons Carphone	Homeserve	Mitie	Rotork	UDG Healthcare
Drax Group	Hunting	National Express	Royal Mail	Weir Group
DS Smith	IMI	Ocado	RPC Group	William Hill

Alexander, D. et al (2005), *International Financial Reporting and Analysis (2nd edition)*, UK, Thomson Learning.

Anthony, R., & Reece, J. (1989), *Accounting Text and Cases (8th edition)*, USA, Irwin.

Colley, J (2005), *What is corporate governance?*, s.l.:McGraw-Hill Professional

Ellis, J., & Williams, D. (1993), *Corporate Strategy and Financial Analysis*, UK, Pitman publishing.

Foster, G. (1988), *Financial Statements Analysis (2nd edition)*, USA, Prentice-Hall International.

Gujarati, D., & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics*. New York: McGraw Hill.

Shim, J. K., & Siegel, J. G. (1986) *Managerial finance. In Schaum's Outline Series in Accounting*, USA, McGraw-Hill.

Περιοδικά

Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007), *Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης*, Τεύχος 1 (www.sev.org.gr)

Καπράλος, Σ. (2007), *Πλήρες και Σύγχρονο Μοντέλο από την EXAE*, Ένθετο για την Εταιρική Διακυβέρνηση Μέτοχος, 483, σελ.62

Καραφλιά Αυρηλία, (2012), *Εταιρική Διακυβέρνηση και Κερδοφορία των Επιχειρήσεων Η περίπτωση των Ελληνικών Επιχειρήσεων*, Πανεπιστήμιο Ιωαννίνων, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, Ιωάννινα

Κολλίντζας και Ψαλιδόπουλος (2009), *Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας*, Eurobank Research Οικονομία & Αγορές, 4 (8): 2-9

Μέτοχος & Επενδύσεις (2007) *Ένθετο για την Εταιρική Διακυβέρνηση*, Τεύχος 483

Παλαιολόγος Α. (2013), *Η Εταιρική Διακυβέρνηση & η Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη στις Εισηγμένες Εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών*, Περιοδικό Πρακτικά θέματα διοίκησης και οικονομίας, 6 (1): 87-104

Πράσινη Βίβλος, (2011), «Το ενωσιακό πλαίσιο Εταιρικής Διακυβέρνησης», Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Φουρτουνίδου Σοφία, (2018), *Εταιρική Διακυβέρνηση και απόδοση επιχειρήσεων: Η περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων*, Ανοιχτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα

Χαραλαμπίδης, Μ (2011) *Διαχείριση κινδύνων, Διδάγματα από την κρίση και προοπτικές*, Τράπεζας Πειραιώς, www.hba.gr

- Χαρδούβελης, Γκ. (2009) *Η χρηματοοικονομική κρίση και το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας*, Eurobank Research Οικονομία & Αγορές, 4 (8): 20-43
- Adams, R.B., Mehran, H., 2003. *Is corporate governance different for bank holding companies?*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 123–142.
- Aoki, Masahiko. (2010). *Corporations in Evolving Diversity*. Oxford: Oxford University Press.
- Black, Bernard S. and De Carvalho, Antonio Gledson and Sampaio, Joelson Oliveira, (2014), *The Evolution of Corporate Governance in Brazil*. Northwestern Law & Econ Research Paper No. 12-22.
- Cheffins B.R, (2009), Did Corporate Governance fail during the 2008 stock market Meltdown? The case of the S&P 500, *The Business Lawyer*, 65 : 1-65.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L. (2007), *“The Invisible Hand in Corporate Governance”*, Finance Working Paper N. 165/2007. ECGI Working Paper Series in Finance
- Cotter, J., A. Tarca and M. Wee (2012), *“IFRS Adoption and Analysts’ Earnings Forecasts: Australian Evidence”*, *Accounting and Finance*, 52 (2), pp. 395-419.
- Dahya J., McConnell J., and N.G. Travlos (2002), *“The Cadbury Committee, corporate governance, and top management turnover”*, *Journal of Finance* 57, 461-483.
- Dalamagas, B., (2000), *“Public Sector and Economic Growth: the Greek Experience”*, *Applied Economics*, Vol. 32 (3), pp.277-288
- Davis, J.H., Schoorman, D.L. and Donaldson, L. (1997) *The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory*. *Academy of Management Review*, 22, 611-613.
- Davis, A., J. Piger and L. Sedor (2012), *“Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language”*, *Contemporary Accounting Research*, 29 (3), pp. 845-868.
- Dey, A., Engelb, E., Liuc, X., (2011), *CEO and board chair roles: To split or not to split?*, *Journal of Corporate Finance* 17 (5), 1595-1618.
- Donaldson, L. & Davis, J.H., (1991). *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*. *Australian Journal of Management*, 16, 49.

-
- Dulewicz, V. and Herbert, P. (2004), “Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies?”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, pp. 263-80.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M.T., (1998). *Larger board size and decreasing firm value in small firms*. *Journal of Financial Economics* 48, 35–54.
- Fama, E. F. and M. Jensen, (1983a), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, E. F. and M. Jensen, (1983b), Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-349.
- Freeman, R. Edward, Jeffrey R. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidhan L. Parmar, and Simone De Colle. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Freeman Edward, Alexander Moutchnik (2013), *Stakeholder management and CSR: questions and answers*. In: Umwelt Wirtschafts Forum, Springer Verlag, Bd. 21, Nr. 1.
- Gani, L., Jermias, J., (2006), Investigating the effect of board independence on performance across different strategies. *The International Journal of Accounting* 41, 295–314.
- Hahn, D.P., Lasfer, M., (2016). *Impact of foreign directors on board meeting frequency*, *International Review of Financial Analysis* 46, 295-308.
- Horton, J., G. Serafeim and I. Serafeim (2013), “Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?”, *Contemporary Accounting Research*, 30 (1), pp. 388-423.
- Imen Khanchel (2007), *Corporate Governance: measurement and determinant analysis*, *Managerial Auditing Journal*, 22(8), pp.740-760
- Jensen, M.C., (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance* 48, 831–880.
- Jones, J. (1991). *Earnings management during import relief investigations*. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193–228.
- Kent P. and Stewart J. (2008), 'Corporate Governance and Disclosures on the Transition to International Financial Reporting Standards', *Accounting and Finance*, 48 (4), 2008, pp. 649-671
-

- Kothari, S., Leone, A., Wasley, C. (2004). *Performance matched discretionary accrual measures*. Journal of Accounting and Economics, 39, 163-197.
- Lipton, M., Lorsch, J., (1992). *A modest proposal for improved corporate governance*. Business Lawyer 48, 59–77
- Mace, Myles L. (1971); Directors: Myth and Reality; Division of Research Graduate School of Business Administration; pp. 178 - 207; Harvard Business School Publication; Boston
- Mace, Myles L. (1972); The president and the board of directors; Harvard Business Review; Volume 50, Number 2 (March-April 1972); pp. 37-49
- Nestor, S. and Thompson, J. (2002) ‘*Corporate governance patterns in OECD economies: Is convergence under way?*’, <http://www.oecd.org>
- Nguyen, B.D., Nielsen, K.M., (2010). The value of independent directors: evidence from sudden death. Journal of Financial Economics 98, 550–567.
- Norman Mohd Saleh, T. M. (2007). Audit committee characteristics and earnings management: evidence from Malaysia. Asian Review of Accounting, 1-17.
- Peck-Ling, T., Nai-Chiek, A., Chee-Seong, L., (2016). *Foreign ownership, foreign directors and the profitability of Malaysian listed companies*. Procedia – Social and Behavioral Sciences 219, 580-588.
- Spanos, L (2005), *Corporate governance in Greece: developments and policy implications*, Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 5 Issue: 1, pp.15-30, <https://doi.org/10.1108/14720700510583430>
- Stanwick, P.A., Stanwick, S.D., (2010). The relationship between governance and financial performance: an empirical study of Canadian firms. The Business Review 16, 35–41.
- Varshney, Pankaj and Kaul, Vijay Kumar and V K Vasal, (2012), *Corporate Governance Index and Firm Performance: Empirical Evidence from India*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2103462>
- Wintoki, M.B., Linck, J.S., Netter, J.M., (2012). Endogeneity and the dynamics of corporate governance. Journal of Financial Economics 105, 581–606.
- Yermack, D., (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. Journal of Financial Economics 40, 185–212.

Πηγές στο διαδίκτυο

Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης, (2013), *Ελληνικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες*, <http://www.helex.gr/>

Σύνδεσμος επιχειρήσεων και βιομηχανιών, (2011), ΚΩΔΙΚΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΕΒ για τις Εισηγμένες Εταιρείες, Αθήνα, <http://www.sev.org.gr/>

Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών Χ.Α., <http://www.eneiset.gr/>

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, <http://www.hcmc.gr>

Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, <http://www.helex.gr/>

Τμήμα μάρκετινγκ Grant Thornton International Ltd (2015) *Εταιρική Διακυβέρνηση: Η σημασία που δίνεται από τη Διοίκηση*, www.grantthornton.global

Auditnet Resource List, <http://www.auditnet.com/>

Deloitte, <http://www.deloitte.com/>

Ernst & Young, <http://www.eyi.com/>

Global Best Practices, <http://www.globalbestpractices.com>

KPMG, <http://www.kpmg.com/>

London Stock Exchange, <http://www.londonstockexchange.com>

PricewaterhouseCoopers, <http://www.pwc.com/>

The Institute of Internal Auditors – United Kingdom and Ireland, <http://www.iiia.org.uk/>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Παράρτημα Α Πίνακες στοιχείων έρευνας

Πίνακας 1 Στοιχεία Εταιρικής Διακυβέρνησης 50 μεγαλύτερων επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο

A/A	mvthouse	GDIndex	BInd	Dual	NoExInd BOD	SizeBOD	NoExIndBOD%	MeetB OD	ACIndex	AUD	NoExInd AUD	SizeA UD	NoExIndA UD%	FinAUD	FinAUD%	MeetA UD	REN	CEO Bonus	Bon/mv	Big 4
18	2541,33	10,05	3,55	1	6	8	75,00%	10	3,63	1	3	3	100,00%	1	33,33%	9	1	2200	86,57%	1
16	2651,31	9,83	3,75	1	9	12	75,00%	8	3,90	1	5	5	100,00%	3	60,00%	5	1	478	18,03%	1
46	1347,83	9,81	3,73	1	8	11	72,73%	9	3,77	1	3	3	100,00%	2	66,67%	6	1	428	31,75%	1
42	1504,38	9,79	4,31	1	5	7	71,43%	19	3,23	1	3	3	100,00%	1	33,33%	5	1	362	24,06%	1
2	14408,5	9,71	3,63	1	6	14	42,86%	8	4,05	1	3	4	75,00%	4	100,00%	5	1	463	3,21%	1
47	1304,76	9,50	3,83	1	8	11	72,73%	10	3,15	1	4	4	100,00%	1	25,00%	4	1	686	52,58%	1
34	1673,26	9,48	3,30	1	7	10	70,00%	6	3,75	1	4	4	100,00%	3	75,00%	3	1	721	43,09%	1
24	2209,06	9,48	3,30	1	7	10	70,00%	6	3,85	1	4	4	100,00%	3	75,00%	4	1	728	32,96%	1
19	2489,84	9,40	3,23	1	5	8	62,50%	8	4,00	1	5	5	100,00%	3	60,00%	6	1	440	17,67%	1
30	1868,65	9,36	3,30	1	6	10	60,00%	7	3,47	1	6	6	100,00%	1	16,67%	6	1	1105	59,13%	1
49	1248,16	9,23	3,30	1	6	10	60,00%	7	3,57	1	3	3	100,00%	2	66,67%	4	1	448	35,89%	1
39	1580,61	9,20	3,15	1	6	8	75,00%	6	3,70	1	4	4	100,00%	2	50,00%	6	1	557	35,24%	1
40	1568,91	9,20	3,75	1	6	11	54,55%	11	3,23	1	3	3	100,00%	1	33,33%	5	1	350	22,31%	1
4	3912,8	9,19	3,53	1	8	11	72,73%	7	3,40	1	4	5	80,00%	2	40,00%	5	1	1009	25,79%	1
20	2483,49	9,17	3,63	1	8	11	72,73%	8	3,54	1	7	7	100,00%	1	14,29%	6	1	0	0,00%	1
21	2362,44	9,15	3,53	1	8	11	72,73%	7	3,27	1	6	6	100,00%	1	16,67%	4	1	837	35,43%	1
44	1451,68	9,11	3,65	1	9	12	75,00%	7	3,05	1	4	4	100,00%	1	25,00%	3	1	600	41,33%	1
17	2644,31	9,07	3,72	1	8	13	61,54%	8	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	581	21,97%	1
26	2059,07	9,04	3,17	1	6	9	66,67%	6	3,53	1	6	6	100,00%	2	33,33%	4	1	699	33,95%	1
6	3655,38	9,03	3,62	1	9	11	81,82%	7	3,35	1	4	4	100,00%	1	25,00%	6	1	241	6,59%	1
28	2044,98	9,03	3,50	1	7	10	70,00%	8	3,25	1	4	4	100,00%	1	25,00%	5	1	575	28,12%	1
38	1585,46	8,99	3,47	1	4	7	57,14%	12	3,35	1	4	4	100,00%	1	25,00%	6	1	271	17,09%	1
15	2691,88	8,86	3,26	1	5	9	55,56%	8	3,37	1	5	6	83,33%	2	33,33%	4	1	651	24,18%	1

14	2712,69	8,86	3,47	1	6	9	66,67%	9	3,15	1	4	4	100,00%	1	25,00%	4	1	647	23,85%	1
25	2181,46	8,85	3,44	1	7	11	63,64%	7	3,20	1	5	5	100,00%	1	20,00%	4	1	467	21,41%	1
45	1350,62	8,84	2,90	1	4	8	50,00%	6	3,30	1	5	5	100,00%	1	20,00%	5	1	870	64,41%	1
7	3494,6	8,82	3,13	1	5	8	62,50%	7	3,60	1	4	4	100,00%	2	50,00%	5	1	315	9,01%	1
31	1720,4	8,81	3,17	1	6	9	66,67%	6	3,15	1	4	4	100,00%	1	25,00%	4	1	849	49,35%	1
23	2288,83	8,77	2,97	1	4	7	57,14%	7	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	1525	66,63%	1
9	3371,24	8,76	3,63	1	5	8	62,50%	12	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	0	0,00%	1
48	1298,66	8,75	2,93	1	3	7	42,86%	8	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	898	69,15%	1
50	1235,9	8,63	3,50	1	6	10	60,00%	9	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	0	0,00%	1
37	1601,95	8,60	3,04	1	4	9	44,44%	7	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	669	41,76%	1
5	3815,42	8,59	3,30	1	6	10	60,00%	7	3,10	1	5	5	100,00%	1	20,00%	3	1	716	18,77%	1
13	2841,44	8,58	3,27	1	6	9	66,67%	7	3,13	1	3	3	100,00%	1	33,33%	4	1	520	18,30%	1
33	1680,26	8,55	3,27	1	4	7	57,14%	10	3,00	1	3	4	75,00%	1	25,00%	5	1	467	27,79%	1
41	1548,19	8,52	2,77	1	4	6	66,67%	5	3,33	1	3	3	100,00%	1	33,33%	6	1	648	41,86%	1
35	1671,04	8,51	3,14	1	4	9	44,44%	8	3,03	1	3	3	100,00%	1	33,33%	3	1	555	33,21%	1
36	1624,39	8,49	2,97	1	4	7	57,14%	7	3,03	1	3	3	100,00%	1	33,33%	3	1	795	48,94%	1
12	2916,43	8,48	3,20	1	5	10	50,00%	7	3,05	1	4	4	100,00%	1	25,00%	3	1	660	22,63%	1
29	1982,95	8,41	3,06	1	5	9	55,56%	6	3,15	1	4	4	100,00%	1	25,00%	4	1	400	20,17%	1
11	3277,68	8,39	3,20	1	6	10	60,00%	6	3,10	1	5	5	100,00%	1	20,00%	3	1	307	9,37%	1
10	3284,65	8,33	3,00	1	3	6	50,00%	9	3,20	1	3	5	60,00%	2	40,00%	5	1	429	13,06%	1
43	1497,62	8,30	2,87	1	4	7	57,14%	6	3,05	1	4	4	100,00%	1	25,00%	3	1	569	37,99%	1
27	2049,55	8,26	3,03	1	5	8	62,50%	6	3,23	1	3	3	100,00%	1	33,33%	5	1	0	0,00%	1
1	14701,6	8,09	3,01	1	5	7	71,43%	6	3,05	1	4	4	100,00%	1	25,00%	3	1	392	2,67%	1
22	2360,38	7,96	3,17	1	4	7	57,14%	9	3,15	1	4	4	100,00%	1	25,00%	4	1	1500	63,55%	0
8	3397,12	7,38	2,00	0	3	6	50,00%	9	2,93	1	3	3	100,00%	1	33,33%	2	1	1516	44,63%	1
32	1712,59	7,19	2,73	1	5	8	62,50%	3	2,93	1	3	3	100,00%	1	33,33%	2	1	913	53,31%	0
3	6264,03	6,50	2,50	1	3	5	60,00%	4	3,00	1	1	3	33,33%	2	66,67%	5	1	0	0,00%	0

AVERAGE	2783,40	8,82	3,28	0,98	5,66	9,02	62,25%	7,72	3,30	1	3,84	4	96,13%	1,4	36,05%	4,4	1	621,14	29,98%	0,94
---------	---------	------	------	------	------	------	--------	------	------	---	------	---	--------	-----	--------	-----	---	--------	--------	------

MAX	14701,60	10,05	4,31	1	9	14	81,82%	19	4,05	1	7	7	100,00%	4	100,00%	9	1	2200	86,57%	1
MIN	1235,90	6,50	2,00	0	3	5	42,86%	3	2,93	1	1	3	33,33%	1	14,29%	2	1	0	0,00%	0

Υπόμνημα Πίνακα 1

mvtouse	Market value to use
GDIndex	Governance Index
BInd	Board of directors Index
Dual	Duality (CEO ≠ Chairman)
NoExIndBOD	Non executive Independent directors on the board
SizeBOD	Number of directors on the board
NoExIndBOD%	Proportion of non-executive, independent directors on the board
MeetBOD	Number of board meetings
ACIndex	Internal Audit Committee Index
AUD	Internal Audit Committee
NoExIndAUD	Non-executive independent members on the audit committee
SizeAUD	Members on the audit committee
NoExIndAUD%	Proportion of non-executive independent members on the audit committee
FinAUD	Audit committee members with accounting and finance qualifications
FinAUD%	Proportion of audit committee members with accounting and finance qualifications
MeetAUD	Number of audit committee meetings
REN	Compensation/ Remuneration committee

Πίνακας 2 Οικονομικά Στοιχεία των δύο τελευταίων ετών από τις 50 μεγαλύτερες επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο

GDIndex	mvttouse	date	roa	lna	buy	analystfollowing	beat	ppellta	dac	revenuegrowth	fp1	fe	earningspershare	mbv	dividendpershare	P/E	earningspersharegro	stockreturn	cash flowsfrom	dividendyield	gearing
10,05	-910,722	31-ΔΕΚ-15	-7,75	9,12	7	15	0	0,37	0,49	-0,33	17,59	0,97	-0,45	-3,39				-0,63	1622		5496,32
10,05	2541,33	31-ΔΕΚ-16	-1,00	9,13	7	15	0	0,51	0,30		11,80	1,09	-0,15	3,75				2,56	1503		1501,02
9,83	4416,8	31-ΔΕΚ-15	7,96	8,35	7	22	1	0,70	0,16	-0,01	16,83	0,94	0,63	3,53	51,39	23,8	-17	0,36	705,5	3,4	225,64
9,83	2651,31	31-ΔΕΚ-16	6,18	8,49	7	22	1	0,70	-0,17		16,67	0,93	0,65	2,14	53,96	15,2	3	-0,28	770,9	5,5	269,50
9,81	685,836	30-ΣΕΠ-15	3,36	7,37	3	10	1	0,08	-2,96	0,20	7,16	0,52	0,27	1,13	11	16,3	37	0,47	137,4	1,9	126,76
9,81	1347,83	30-ΣΕΠ-16	5,99	7,13	3	10	1	0,08	-0,43		8,61	0,88	0,29	1,86	11,55	20,1	8	0,37	66,85	1,6	20,43
9,79	3189,12	31-ΔΕΚ-15	-5,33	7,75	2	16	0	0,54	-0,39	-0,07	23,76	1,12	-0,12	1,78	4,2			-0,26	156,46	1,8	17,33
9,79	1504,38	31-ΔΕΚ-16	9,67	7,83	2	16	1	0,62	-0,33		22,17	0,75	0,23	0,81	10,4	21,2		0,83	317,98	2,1	17,30
9,71	1259,16	31-ΔΕΚ-15	1,82	8,08	3	8	1	0,56	-0,11	0,09	0,04	1,00	0,11	0,79	5,7	22,6	-54	-0,27	148	2,3	93,67
9,71	14408,5	31-ΔΕΚ-16	5,37	8,21	3	8	1	0,51	0,01		0,04	1,00	0,05	7,05	2,5	75,6	-55	0,51	190,9	0,7	68,22
9,50	-1639,01	31-ΔΕΚ-15	-5,67	8,03	13	20	1	0,11	-0,26	-0,23	13,85	1,09	0,78	-1,37	44	12,8	-45	-0,47	310,1	4,4	141,83
9,50	1304,76	31-ΔΕΚ-16	1,21	8,17	13	20	1	0,13	0,05		10,68	0,68	0,61	0,94	44	30,9	-22	1,26	216	2,3	136,83
9,48	1821,36	31-ΔΕΚ-15	11,02	7,63	2	17	1	0,56	-0,06	-0,01	11,95	0,93	0,72	1,63	27,12	12,8	-13	-0,44	346	3	79,55
9,48	1673,26	31-ΔΕΚ-16	6,85	7,83	2	17	1	0,64	1,29		11,83	0,90	0,62	1,22	27,12	14,8	-14	0,03	298	3	80,34
9,48	2443,84	31-ΔΕΚ-15	7,66	8,14	5	7	1	0,20	0,86	0,02	4,25	0,98	0,52	1,97	20,9	15,1	4	0,06	241,4	2,7	140,49
9,48	2209,06	31-ΔΕΚ-16	6,11	8,39	5	7	1	0,23	0,41		4,33	0,98	0,60	1,62	23,87	11,8	14	-0,01	271,6	3,4	176,61
9,40	2365,49	27-Μαρ-16	3,51	8,94			1	0,28	0,14	-0,01	5,93	0,97	0,41	0,53	22,1	11,5	-4	0,09	727	4,7	62,02
9,40	2489,84	26-Μαρ-17	4,02	9,03			1	0,27	-0,34		5,88	0,98	0,44	0,50	23	9,5	7	-0,09	754	5,5	60,78
9,36	1297,81	31-Μαρ-16	11,69	6,65	3	7	1	0,31	0,06	-0,01	13,57	0,86	0,16	4,00	5,7	14,1	7	0,13	161,6	2,5	56,47
9,36	1868,65	31-Μαρ-17	13,51	6,88	3	7	1	0,31	0,09		13,42	0,89	0,18	3,51	6	15,5	11	0,28	109,3	2,1	42,94
9,23	1290,22	31-ΔΕΚ-15	9,11	7,00	7	12	1	0,33	-0,19	0,14	12,33	0,90	0,30	2,41	17,5	19,1	22	0,22	165,9	3,1	92,89
9,23	1248,16	31-ΔΕΚ-16	7,57	7,17	7	12	1	0,41	-0,33		14,05	0,85	0,35	1,88	19	16,1	17	0,13	150,1	3,4	87,05
9,20	688,5	31-ΔΕΚ-15	0,29	8,33	9	18	0	0,42	-0,44	-0,21	42,85	4,93	-0,02	2,14				-0,43	-182		935,74
9,20	1580,61	31-ΔΕΚ-16	4,35	8,53	9	18	1	0,74	0,46		33,68	0,76	0,40	2,95		11,8		2,11	-98		640,34
9,20	1550,44	29-Νοε-15	2,01	6,38	5	13	1	0,61	-0,21	0,17	0,30	0,98	0,02	6,41		182,3	62	-0,36	82,8		125,63
9,20	1568,91	27-Νοε-16	1,73	6,55	5	13	1	0,67	-0,44		0,35	0,97	0,02	5,98		136,5	0	0,00	96,9		147,60
9,19	1886,46	31-Μαρ-16	4,93	7,85	3	14	1	0,38	0,29	0,01	10,71	0,90	0,35	1,83	28	16,6	7	0,04	188	4,9	117,51
9,19	3912,8	31-Μαρ-17	8,41	7,93	3	14	1	0,42	-0,45		10,77	0,96	0,48	2,94	28	16,3	38	0,36	298	3,6	88,44

9,17	3471,67	31-Δεκ-15	12,24	7,86	5	15	1	0,23	0,79	-0,03	14,94	0,95	1,44	2,57	32	20,9	-5	-0,14	366	1,1	51,76
9,17	2483,49	31-Δεκ-16	4,81	8,38	5	15	1	0,37	1,34		14,45	0,91	1,19	1,03	33	20,9	-18	-0,05	293	1,3	75,00
9,15	1644,77	30-Ιουν-16	15,46	7,02	4	17	1	0,02	0,42	0,10	3,90	0,97	0,08	3,59	2,9	11,1	14	-0,27	103,2	3	130,71
9,15	2362,44	30-Ιουν-17	15,63	7,18	4	17	1	0,02	-0,52		4,29	0,97	0,10	4,03	3,22	17,2	14	0,42	134	1,9	104,20
9,11	1315,82	31-Δεκ-15	5,01	7,82	9	11	1	0,34	0,34	0,03	8,08	0,92	0,23	1,58	11,33	14,3	24	0,23	252,9	3,4	195,17
9,11	1451,68	31-Δεκ-16	3,97	8,14	9	11	1	0,40	-0,12		8,31	0,93	0,27	1,29	12,28	13	17	0,21	316,6	3,5	179,92
9,07	2372,5	30-Απρ-16	3,80	8,84	10	17	1	0,06	-0,26	0,18	3,91	0,99	0,30	0,83	9,75	14,1	11	0,02	396	2,3	134,13
9,07	2644,31	29-Απρ-17	5,24	8,90	10	17	1	0,06	-0,46		4,61	0,99	0,34	0,87	11,25	9,9	12	-0,23	364	3,4	134,34
9,04	446,531	31-Μαρ-16	2,86	7,11	2	8	1	0,10	-0,30	0,02	9,39	0,57	0,13	1,26	11,75	19,7	-5	0,15	75,5	4,7	143,90
9,04	2059,07	31-Μαρ-17	11,95	6,97	2	8	1	0,08	-0,10		9,57	0,90	0,21	5,29	12,3	22,9	67	0,83	127,7	2,6	153,60
9,03	1733,94	31-Δεκ-15	13,26	7,64	6	17	1	0,46	0,52	-0,15	35,00	0,84	0,70	3,56	21	10,8		-0,01	491	2,8	316,84
9,03	3655,38	31-Δεκ-16	20,67	7,91	6	17	1	0,87	0,67		29,84	0,91	0,90	3,73	27	12,5	29	0,52	530	2,4	173,29
9,03	2744,9	29-Δεκ-15	7,87	7,76	3	14	1	0,09	1,34	-0,01	13,84	0,93	0,25	2,26	12,5	15,8	-17	0,07	300,9	3,2	69,81
9,03	2044,98	27-Δεκ-16	7,42	7,80	3	14	1	0,09	-0,34		13,68	0,92	0,22	1,67	12,5	13,3	-10	-0,22	265,9	4,2	81,74
8,99	1171,53	31-Δεκ-15	14,53	6,55	3	14	1	0,12	1,33	-0,08	21,34	0,72	0,10	2,87	5,05	17,7	688	-0,92	103,79	2,7	59,96
8,99	1585,46	31-Δεκ-16	11,75	6,65	3	14	1	0,12	-0,13		19,60	0,68	0,10	3,65	5,1	24,1	-4	0,45	118,69	2,1	64,47
8,86	2200,93	30-Απρ-16	4,93	8,31	7	14	1	0,51	1,04	0,06	7,16	0,95	0,27	1,93	12,8	13,9	12	0,13	363	3,4	246,61
8,86	2691,88	30-Απρ-17	5,88	8,41	7	14	1	0,46	-0,27		7,62	0,97	0,33	1,99	15,2	13,3	19	0,16	523	3,5	221,66
8,86	1760,85	31-Δεκ-15	9,70	7,29	8	11	1	0,11	0,18	0,01	12,55	0,89	0,96	1,82	49,5	19	-16	-0,23	153,4	2,7	45,02
8,86	2712,69	31-Δεκ-16	1,84	7,46	8	11	0	0,16	-0,10		12,73	-0,22	0,09	2,54	52	269	-91	0,53	215,9	2,2	54,44
8,85	1956,4	31-Δεκ-15	4,58	8,43	8	18	1	0,07	0,05	0,06	16,21	0,91	0,32	0,90	14,4	12	-2	-0,31	375,4	3,8	104,11
8,85	2181,46	31-Δεκ-16	3,68	8,58	8	18	1	0,07	-0,22		17,19	0,91	0,35	0,89	15,1	13,2	10	0,31	321,8	3,3	109,24
8,84	1278,05	31-Μαϊ-16	7,16	7,06	1	4	1	0,21	-0,38	0,00	13,02	0,80	0,17	2,32	8,11	20,3	-4	-0,07	82,4	2,3	88,28
8,84	1350,62	31-Μαϊ-17	7,53	7,06	1	4	1	0,15	0,01		13,06	0,81	0,17	2,57	8,28	20,2	-2	0,08	91,1	2,4	99,84
8,82	3504,99	31-Δεκ-15	272,29	3,92	3	10	1	0,05	3,12	0,15	64,38	0,51	1,21	527,86	43	34,1	21	0,73	116,13	1	531,63
8,82	3494,6	31-Δεκ-16	267,25	4,10	3	10	1	0,05	-1,33		74,06	0,50	1,43	434,65	51	27,3	18	-0,01	141,23	1,3	480,85

GDIndex	mv	touse	date	roa	lna	buy	analystfollowing	beat	ppellta	dac	revenuegrowth	fp1	fe	earningspershare	mbv	dividendper share	P/E	earningspersharegrowth	stock return	cash flows from operating activities	dividendyield	gearing
8,81	11863,4		31-Δεκ-15	5,62	7,66	7	13	1	0,02	-0,64	0,40	17,88	0,72	0,04	12,98	2,7	105,4	19	-0,09	225,1	0,5	128,92
8,81	1720,4		31-Δεκ-16	4,55	7,88	7	13	1	0,02	-0,47		25,00	0,82	0,40	1,40	22	15,8	952	0,45	131	3	111,53
8,77	1488,94		31-Δεκ-15	10,56	7,34	5	19	1	0,17	0,37	-0,07	13,66	0,89	0,62	2,53	38,4	13,9	-20	-0,37	242,9	4,5	153,29
8,77	2288,83		31-Δεκ-16	10,02	7,41	5	19	1	0,17	0,01		12,65	0,90	0,60	3,92	38,7	17,4	-4	0,37	251,6	3,7	181,54
8,76	2706,3		25-Μαρ-16	10,88	7,23	2	4	1	0,18	0,10	0,05	3,11	0,98	0,07	4,59	4,6	22,6	8	0,14	175,3	2,8	113,20
8,76	3371,24		24-Μαρ-17	12,11	7,27	2	4	1	0,16	-0,72		3,27	0,98	0,09	5,57	4,97	23,1	20	0,24	177,5	2,5	110,67
8,75	1033,54		31-Μαρ-16	12,17	6,23	3	4	1	0,36	-0,10	0,01	6,00	0,88	1,03	2,81	37,5	20,5	12	0,61	83,83	1,7	33,76
8,75	1298,66		31-Μαρ-17	12,68	6,41	3	4	1	0,42	-0,08		6,08	0,90	1,21	3,08	44,1	21,1	18	0,16	72,89	1,7	44,00
8,63	934,518		31-Μαρ-16	2,13	8,58	3	7	1	0,41	0,31	-0,14	3,88	0,96	0,10	0,57		9,3	5	0,00	409,5		207,86
8,63	1235,9		31-Μαρ-17	2,64	8,66	3	7	1	0,43	-0,21		3,34	0,97	0,12	0,60		10,7	20	0,32	520,4		161,05
8,60	820,555		31-Δεκ-15	10,00	6,59	6	11	1	0,24	0,04	-0,07	9,79	0,84	0,22	3,17	8,6	15,1	10	0,23	96,8	2,6	166,52
8,60	1601,95		31-Δεκ-16	12,48	7,00	6	11	1	0,40	0,99		9,10	0,92	0,28	4,65	11,3	13,5	32	0,34	136,6	3	194,36
8,59	2508,55		31-Ιουλ-16	18,30	7,91	10	17	1	0,01	1,25	0,27	17,33	0,96	3,15	1,34	108	6,7	39	-0,10	162,69	5,2	42,57
8,59	3815,42		31-Ιουλ-17	17,82	8,05	10	17	1	0,00	0,92		21,99	0,96	3,71	1,74	122	8,5	18	0,59	153,11	3,9	41,53
8,58	1840,99		31-Δεκ-15	-11,43	9,34	9	22	0	0,46	0,11	-0,27	-30,81	0,96	-0,97	0,58				-0,45	978,2		247,79
8,58	2841,44		31-Δεκ-16	-8,41	9,29	9	22	0	0,47	0,03		-22,37	0,95	-0,56	1,27				0,55	512,5		371,16
8,55	-22696,1		31-Δεκ-15	-19,33	7,31	8	15	1	0,23	-0,26	-0,42	-1,68	0,99	0,03	-19,43	8	125,6	-97	-0,21	142,3	2,1	23,94
8,55	1680,26		31-Δεκ-16	-11,08	7,17	8	15	0	0,28	-0,32		-0,98	0,99	-0,45	1,50				1,06	44,8		10,95
8,52	368,332		31-Δεκ-15	4,13	7,25	12	14	1	0,64	-0,17	0,08	30,31	0,37	0,09	0,27	2,94	10	-33	0,05	185,54	3,4	10,19
8,52	1548,19		31-Δεκ-16	16,82	7,37	12	14	1	0,61	-0,49		32,61	0,89	0,21	1,02	15,5	8,8	141	0,97	366,3	8,5	22,15
8,51	1101,79		31-Μαρ-16	8,84	6,84	3	9	1	0,04	0,27	0,08	14,13	0,78	0,22	3,48	12,7	19,5	15	0,15	101,1	3	177,92
8,51	1671,04		31-Μαρ-17	8,33	7,07	3	9	1	0,04	0,29		15,32	0,81	0,27	4,52	15,3	20,8	24	0,56	113,2	2,7	206,99
8,49	950,406		31-Μαρ-16	2,70	7,94	8	9	1	0,48	0,78	0,34	7,65	0,88	0,38	1,06	14,93	18,8	6	0,34	150,9	2,1	198,24
8,49	1624,39		31-Μαρ-17	3,26	8,47	8	9	1	0,45	0,60		10,28	0,94	0,62	0,89	24	13	65	0,17	276,5	3	146,56
8,48	2001,65		31-Δεκ-15	20,20	6,54	3	8	1	0,23	-0,11	-0,02	22,50	0,76	1,43	5,03	69	23,1	2	-0,02	130,3	2,1	48,70
8,48	2916,43		31-Δεκ-16	19,84	6,76	3	8	1	0,29	0,26		22,13	0,81	1,72	5,56	76	24,4	20	0,40	157,9	1,8	64,88
8,41	2045,09		31-Μαρ-16	3,63	8,38	5	7	1	0,00	-0,15	0,05	36,28	0,72	0,42	1,65	23	14,7	0	0,04	-239,5	3,7	237,80

	8,41	1982,95	31-Μαρ-17	4,15	8,71	5	7	1	0,00	-0,56		38,25	0,83	0,75	1,69	27	9,5	78	0,10	-85,2	3,8	351,53
	8,39	2774,6	2-Απρ-16	10,76	7,14	6	13	1	0,10	0,36	0,11	18,39	0,84	0,34	4,29	12,81	26,6	10	0,27	149,27	1,4	87,70
	8,39	3277,68	1-Απρ-17	11,24	7,25	6	13	1	0,08	-0,33		20,45	0,86	0,40	4,21	13,71	25,5	17	0,16	172,49	1,3	71,60
	8,33	3225,77	31-Μαρ-16	3,64	8,64	6	11	1	0,72	0,21	0,00	17,89	0,90	0,40	2,17	33,58	20,8	-1	0,01	247,2	4,1	297,01
	8,33	3284,65	31-Μαρ-17	3,56	8,68	6	11	1	0,72	-0,05		17,82	0,90	0,47	2,18	35,96	18,6	19	0,13	318,7	4,1	313,24
	8,30	1515,47	30-Ιουν-16	11,68	7,67	8	14	1	0,01	2,05	0,20	16,11	0,94	0,55	1,46	10	5,8	24	0,59	78	3,1	92,70
	8,30	1497,62	30-Ιουν-17	14,31	7,70	8	14	1	0,01	-0,09		19,36	0,94	0,70	1,21	17	7,8	27	-0,01	128	3,1	73,20
	8,26	886,144	31-Μαρ-16	7,67	7,09	4	8	1	0,04	0,04	-0,06	3,34	0,96	0,22	2,45	12,1	12,8	-13	-0,02	85,2	4,7	207,50
	8,26	2049,55	31-Μαρ-17	-5,45	6,97	4	8	0	0,03	-0,75		3,15	1,07	-0,06	22,82	4			-0,15	122,8	1,8	969,60
	8,09	12795,9	31-Μαρ-16	2,13	8,58	3	7	1	0,41	0,31	-0,14	3,88	0,96	0,10	7,83		9,3	5	0,25	409,5		207,86
	8,09	14701,6	31-Μαρ-17	2,64	8,66	3	7	1	0,43	-0,21		3,34	0,97	0,12	7,08		10,7	20	0,15	520,4		161,05
	7,96	1461,26	31-Δεκ-15	6,85	7,64	12	13	1	0,04	0,06	0,38	23,30	0,86	0,68	1,16	28,5	13,9	2	0,16	200,77	3	3,70
	7,96	2360,38	31-Δεκ-16	9,65	7,64	12	13	1	0,04	-0,30		32,12	0,88	0,66	2,15	32,7	14,2	-3	0,10	251,37	3,5	40,05
	7,38	45680,6	30-Ιαν-16	16,64	6,67	8	8	1	0,25	-0,81	0,20	8,54	0,93	0,02	113,92	0,3	93,2	-68	1,38	226,01	0,1	45,50
	7,38	3397,12	28-Ιαν-17	20,22	7,07	8	8	1	0,30	0,44		10,22	0,95	0,19	5,87	1,55	18	676	-0,68	279,26	0,5	63,82
	7,19	265,942	31-Δεκ-15	11,22	5,45	8	11	1	0,01	0,13	0,10	19,69	0,41	0,40	2,08	28	13	-39	0,05	38,97	5,4	58,89
	7,19	1712,59	31-Δεκ-16	-6,31	7,69	8	11	0	0,09	-2,83		21,70	1,14	-0,51	1,23				0,47	14		31,71
	6,50	3027,35	24-Απρ-16	15,33	7,77	0	2	1	0,33	1,62	0,03	3,51	0,99	0,36	2,19		11,4	-9	-0,38	65,7		53,45
	6,50	6264,03	30-Απρ-17	11,50	7,80	0	2	1	0,36	-0,50		3,59	0,98	0,11	5,06		26,9	-68	-0,20	193,9		81,18
AVERAGE	8,82	2637,19		11,97	7,63	5,65	12,14	0,90	0,28	0,06	0,02	13,71	0,92	0,41	13,25	23,10	25,97	31,18	0,18	255,54	2,93	217,69
MAX	10,05	45680,60		272,29	9,34	13,00	22,00	1,00	0,87	3,12	0,40	74,06	4,93	3,71	527,86	122,00	269,00	952,00	2,56	1622,00	8,50	5496,32
MIN	6,50	-22696,10		-19,33	3,92	0,00	2,00	0,00	0,00	-2,96	-0,42	-30,81	-0,22	-0,97	-19,43	0,30	5,80	-97,00	-0,92	-239,50	0,10	3,70

Πίνακας 3 Διαφορά των 25 πρώτων και των 25 τελευταίων βάσει του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Top 25 vs Last 25 (2017)	mvtouse	roa	lna	buy	analystfollowing	beat	ppellta	dac	revenuegrowth	fp1	fe	earningsper share	mbv	dividendpershare	P/E	earningspersharegrowth	stock return	cash flows from operating activities	dividendyield	gearing
GDIndex	-955,8249	-11,3980	0,3854	-0,2631	3,4056	0,0204	0,0958	-0,0205	-0,0415	-2,2155	0,0940	-0,1221	-22,4161	-7,5265	6,3795	-27,4154	-0,0173	97,9859	0,1120	12,6769
	-	-	+	-	+	/	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	-	+	+	/

Πίνακας 4 Διαφορά των στοιχείων του 2017 με το 2016

2016/2017	mvtouse	roa	lna	buy	analystfollowing	beat	ppellta	dac	revenuegrowth	fp1	fe	earningsper share	mbv	dividendpershare	P/E	earningspersharegrowth	stock return	cash flows from operating activities	dividendyield	gearing
Top 25 GDIndex	63,1058	0,2333	-0,0110	0,0213	0,0638	0,0204	-0,0061	-0,0145	0,0136	-0,0081	-0,0014	0,0163	0,0872	-0,1081	-0,3544	-0,1838	0,0192	-26,5347	0,0073	-109,9404
	↑	↑	↓	↔	↔	↑	↔	↑	↑	↓	↔	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↓	↑	↓
Last 25 GDIndex	854,0702	11,3094	-0,4005	0,2835	-3,3647	-0,0204	-0,0988	0,0229	0,0395	2,4079	-0,0977	0,1233	22,3603	7,0474	-6,5295	28,8700	0,0200	-100,2614	-0,1264	-12,5320
	↑	↑	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↓	↓
	-	-	+	-	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	-	/	+	+	-

Υπόμνημα Πίνακα 2

no	Sequencial number by market value
company	Company name
GDIndex	Corporate Governance Index
millions	Currency
mvtouse	Market Value
date	Date
roa	Return on Asset
lna	ln(Asset)
buy	Recommended to buy
analystfollowing	Stock followed by analysts
beat	1 if earnings per share is higher than the latest analyst forecast value
ppellta	Fixed assets of previous year to total assets
dac	Discretionary accruals.
revenuegrowth	Revenue growth
fp1	Forecasted net profit for the next accounting period.
fe	Forecast error
earningspershare	Earnings per share
mbv	Market to book value
dividendpershare	Dividend per share
P/E	Share price to EPS
earningspersharegrowth	Earnings per share growth
stock return	Stock return
cash flows from operating activities	Cash flows from operating activities
dividendyield	Dividend yield
Gearing	Gearing

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 5 Σχέση ιδιοκτησίας – διαχείρισης

Duality (CEO ≠ Chairman)	Count
0	1
1	49
Total	50

Πίνακας 6 Ποσοστό μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο

Proportion of non-executive, independent directors on the board	Count
<50%	4
50-65%	26
>65%	20
Total	50

Πίνακας 7 Big 4 - Μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες

Big 4	Count
PricewaterhouseCoopers LLP	14
Deloitte LLP	16
Ernst & Young LLP	6
KPMG LLP	11
Other	3
Total	50

Πίνακας 9 Μέγεθος Επιτροπής Ελέγχου

SizeAUD	Count
3	19
4	18
5	8
6	4
7	1
Total	50

Πίνακας 8 Αριθμός εταιρειών σε σχέση με το μέσο όρο του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης

GDIndex	Count
≤8,82	24
>8,82	26
Total	50

Πίνακας 10 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου

Board Size	Count
5	1
6	3
7	9
8	8
9	8
10	9

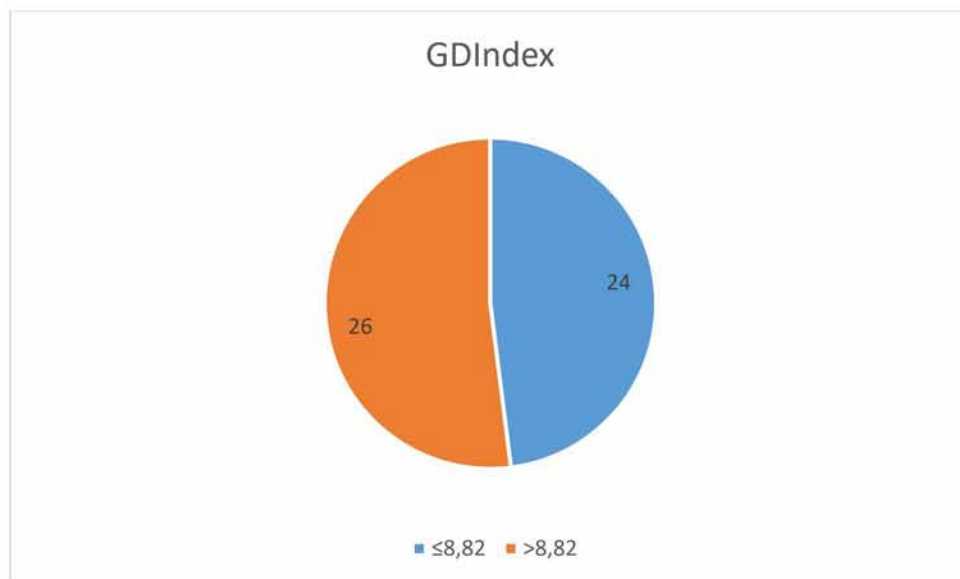
11	8
12	2
13	1
14	1
Total	50

Πίνακας 11 Αριθμός συναντήσεων Διοικητικού Συμβουλίου

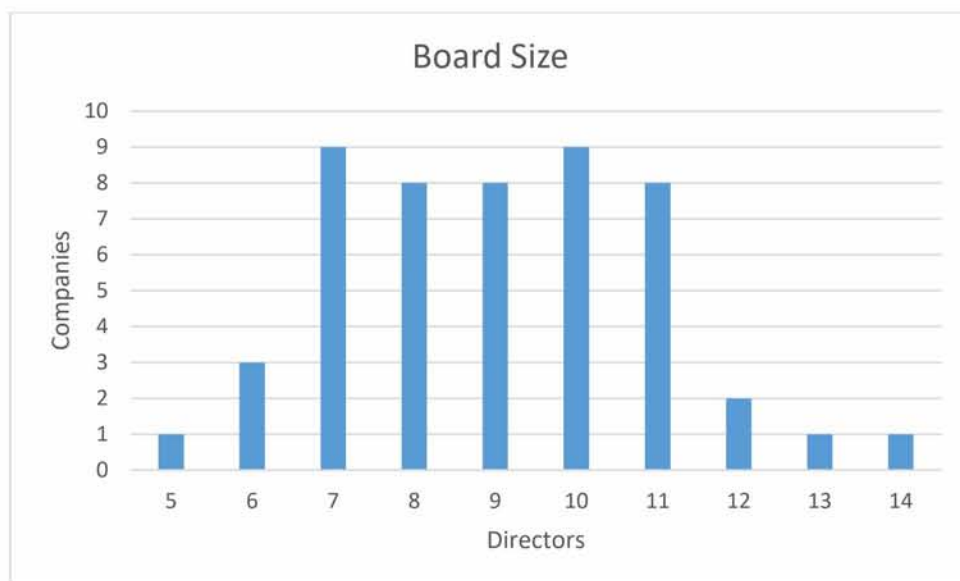
MeetingsBoD	Count
<5	3
6	11
7	14
8	9
9	6
>10	7
Total	50

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

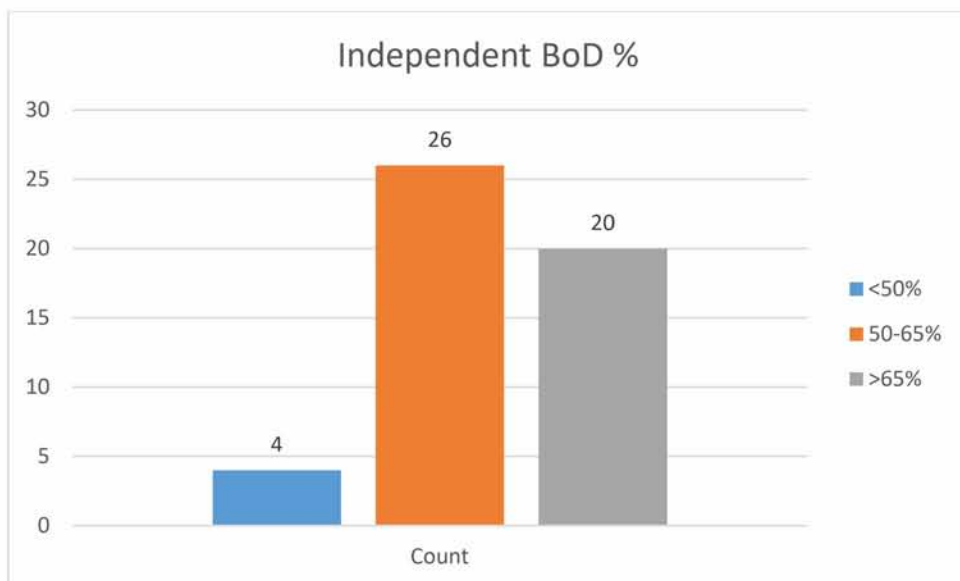
Γράφημα 1 Αριθμός εταιρειών σε σχέση με το μέσο όρο του Δείκτη Εταιρικής Διακυβέρνησης



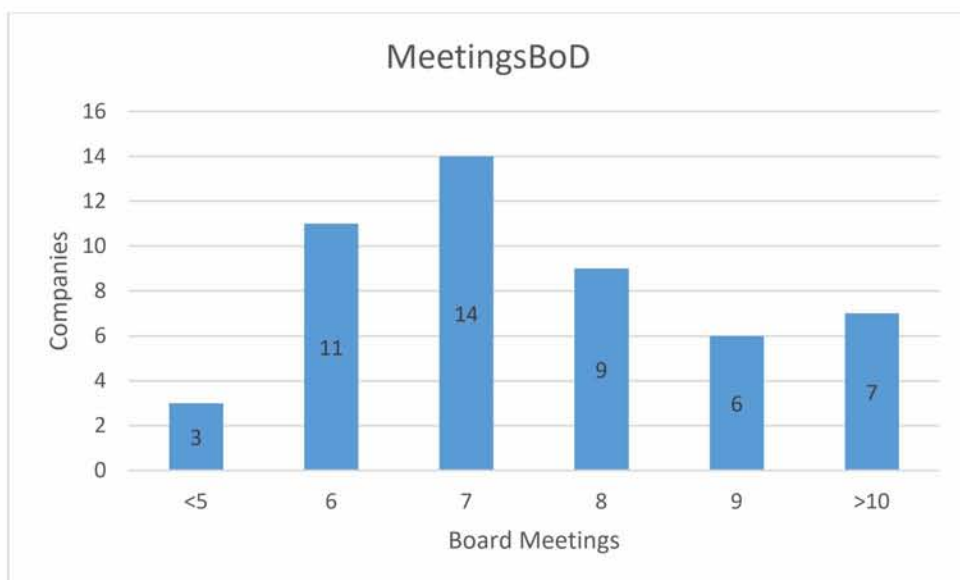
Γράφημα 2 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου



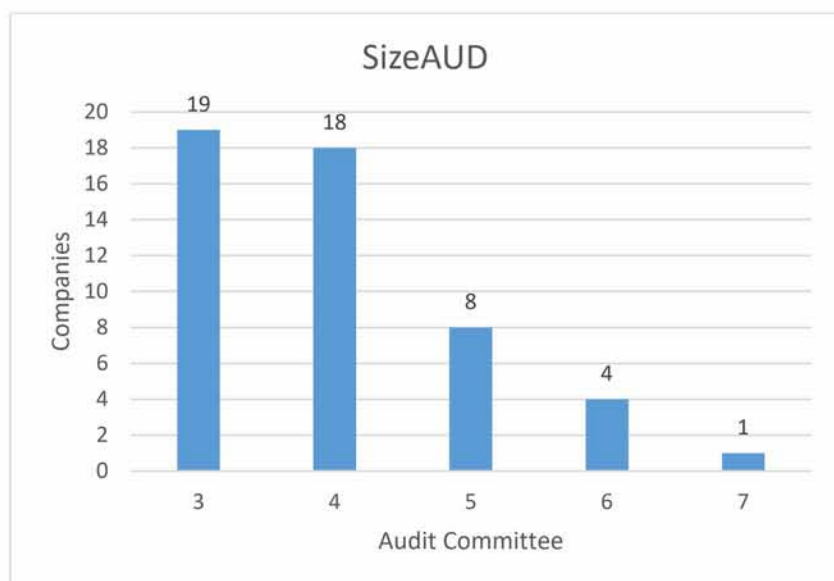
Γράφημα 3 Ποσοστό μη εκτελεστικών ή ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο



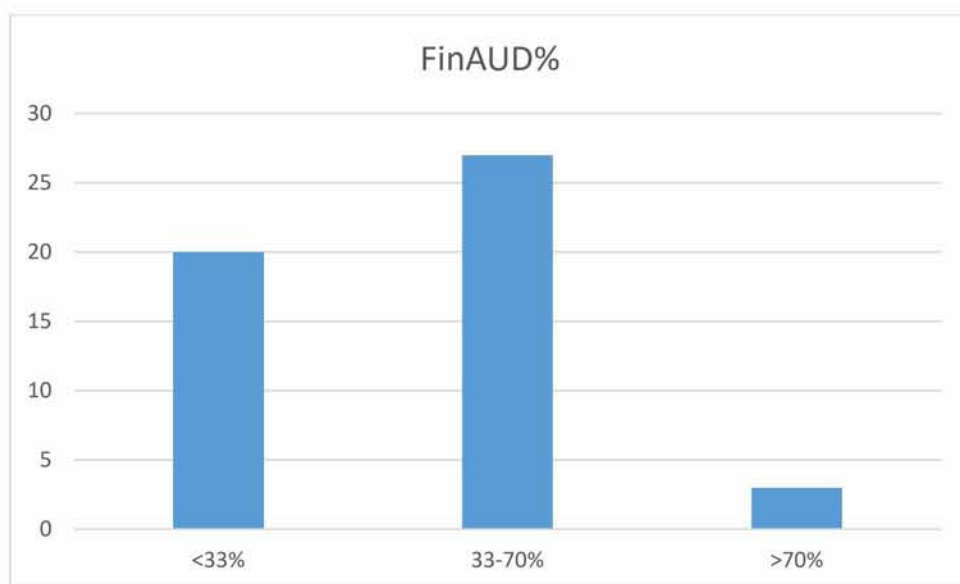
Γράφημα 4 Αριθμός Συνελεύσεων Διοικητικού Συμβουλίου



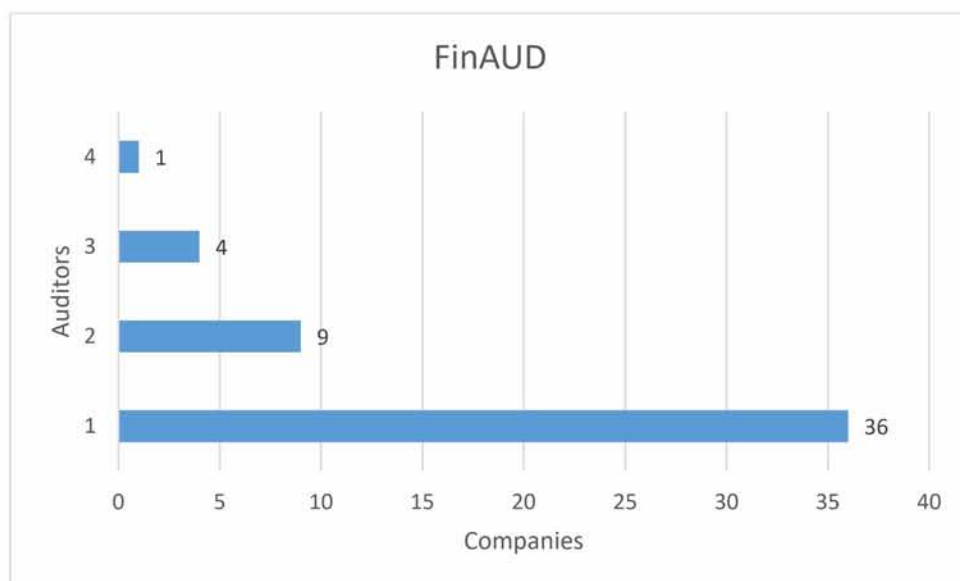
Γράφημα 5 Μέγεθος Επιτροπής Ελέγχου



Γράφημα 6 Ποσοστό ατόμων στην Επιτροπή Ελέγχου με γνώσεις Ελεγκτικής και Λογιστικής



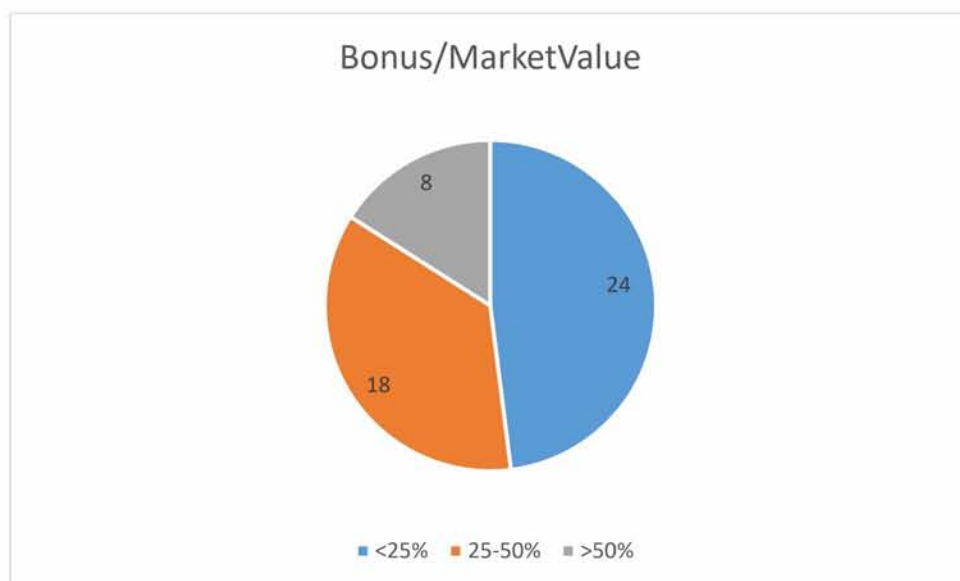
Γράφημα 7 Αριθμός ατόμων στην Επιτροπή Ελέγχου με γνώσεις Ελεγκτικής και Λογιστικής



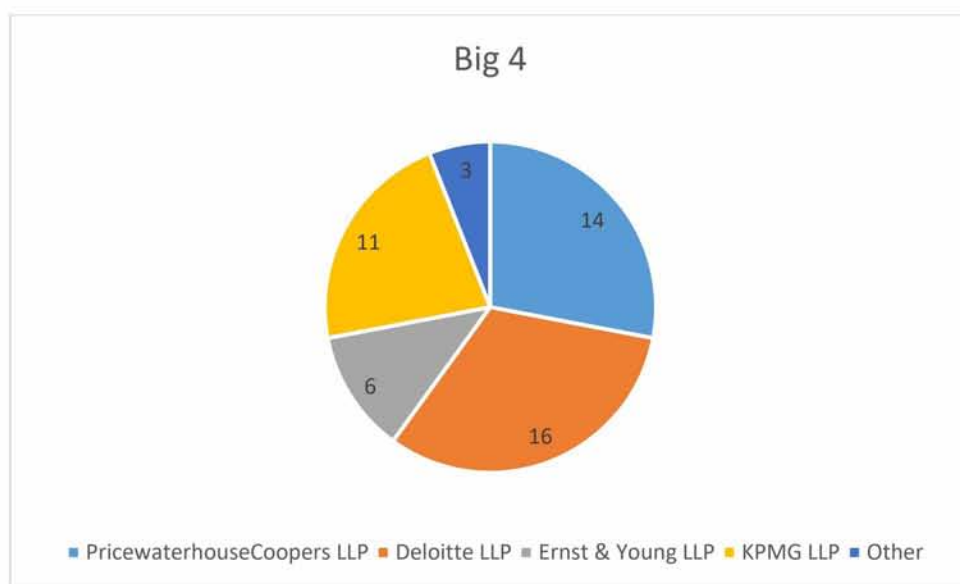
Γράφημα 8 Αριθμός Συναντήσεων Επιτροπής Ελέγχου



Γράφημα 9 Αριθμός CEO με βάση το BONUS προς Market Value της εταιρείας



Γράφημα 10 Αριθμός εταιρειών που εμπιστεύονται μια εκ των 4 μεγαλύτερων ελεγκτικών εταιρειών (Big 4)



Γράφημα 11 Πίνακας προστασίας επενδυτών της Παγκόσμιας Τράπεζας

